

Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет
Факультет обліку і аудиту
Кафедра аудиту, ревізії та аналізу

КРАВЧИНА АНДРІЙ ВАСИЛЬОВИЧ

**ЕКСПЕРТНЕ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА:
ТЕОРІЯ І ПРАКТИКА**

Спеціальність – 071 «Облік і оподаткування»
освітньо-професійна програма – «Економічна експертиза і аудит бізнесу»

Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»

Науковий керівник:
к.е.н., доц. Серединська В.М.

Тернопіль 2018

ЗМІСТ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи оцінки вартості підприємства

1.1. Сутність та необхідність оціночної діяльності

1.2. Організація експертного оцінювання вартості підприємства

1.3. Правове забезпечення оціночної діяльності

Висновки до розділу 1

РОЗДІЛ 2. Методичні підходи та методи оцінювання вартості підприємства

2.1. Етапи вибору методів визначення вартості підприємства та їх інформаційне забезпечення

2.2. Методи дохідного підходу в оцінюванні вартості підприємства

2.3. Оцінка вартості підприємства методами ринку капіталу та ринкових угод

Висновки до розділу 2

РОЗДІЛ 3. Майновий підхід до оцінки вартості підприємства

3.1. Особливості та методи оцінювання вартості нерухомого та рухомого майна

3.2. Оцінка вартості нематеріальних активів

3.3. Оцінка вартості фінансових інвестицій

Висновки до розділу 3

ВИСНОВКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ДОДАТКИ

1.1. Сутність та необхідність оціночної діяльності

Під оцінкою розуміють певний вид діяльності, під час якого суб'єкт оцінки розраховує у грошовому виразі вартість об'єкту у певних суспільно-економічних умовах на певний момент часу. За такою вартістю в подальшому може бути укладена угода між різними суб'єктами цивільного права з приводу майнових та немайнових благ та майнових прав.

У Законі «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» (далі Закон про оцінку майна) під оцінкою майна та майнових прав розуміють процес, пов'язаний з визначення їх вартості, яка склалася на певну дату оцінки за процедурою, встановленою нормативно-правовими актами. Такий процес є результатом практичної діяльності суб'єкта оціночної діяльності. У цьому є Законі дається визначення оціночної діяльності. Під нею розуміють діяльність оцінювачів та суб'єктів оціночної діяльності, яка полягає в організаційному, методичному та практичному забезпеченні проведення оцінки майна, розгляді та підготовці висновків щодо вартості майна [22].

Професійна оціночна діяльність може здійснюватися у таких формах [22]:

- практична діяльність з оцінки майна, яка полягає у практичному виконанні оцінки майна та всіх процедур, пов'язаних з нею, відповідно до вимог, встановлених нормативно-правовими актами з оцінки майна;
- консультаційна діяльність, яка полягає в наданні консультацій з оцінки майна суб'єктам оціночної діяльності, замовникам оцінки та (або) іншим особам в усній або письмовій формі;
- рецензування звіту про оцінку майна (акта оцінки майна), яке полягає в їх критичному розгляді та наданні висновків щодо їх повноти, правильності виконання та відповідності застосованих процедур оцінки майна вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна.
- методичне забезпечення оцінки майна, яке полягає в розробленні методичних документів з оцінки майна та наданні роз'яснень щодо їх застосування;

- навчальна діяльність оцінювачів, яка полягає в участі у навчальному процесі з професійної підготовки оцінювачів.

Необхідність оціночної діяльності пов'язана з існуванням різних форм власності, появою різних власників, які володіють повними чи частковими правами власності. У сучасних умовах між суб'єктами цивільного права укладаються різні угоди, пов'язані з купівлею-продажем підприємства чи різних видів його, приватизацією державного майна, реструктуризацією підприємства, внесення майна в статутні капітали інших підприємств, випуском нових акцій або викупу акцій при виході її власників з товариства і т.п. Процедури оцінювання стають дедалі складнішими, потребують значного інформаційного забезпечення. Така ситуація створила передумови появи на вітчизняному ринку консалтингових послуг, пов'язаних з професійною оцінкою майна та майнових прав.

Метою професійної оціночної діяльності є розрахунок певного виду оціночної вартості, яка потрібна клієнту для прийняття рішень. У проведенні оціночних робіт зацікавлені: власники бізнесу, управлінські структури підприємства, кредитні установи, страхові компанії, лізингові компанії, фондові біржі, інвестори, фіскальні органи.

Основними цілями оцінки вартості підприємства є:

- формування стратегічного плану розвитку підприємства. Під час стратегічного планування важливо визначити майбутні доходи підприємства, його кредитоспроможність, вартість застави у процесі кредитування;
- визначення санаційної спроможності під час виконання санаційного аудиту;
- реструктуризації підприємства у випадку ліквідації підприємства, злитті, поглинанні чи виділенні самостійних підприємств;
- посилення ефективності поточного управління підприємством;
- визначення вартості підприємства у випадку його купівлі-продажу цілком чи частинами;

- визначення вартості цінних паперів у випадку купівлі-продажу акцій на фондовому ринку.

У деяких випадках проведення незалежної оцінки майна є обов'язковим. Це стосується різних операцій, пов'язаних з державним і комунальним майном, а саме: відчуженням, заставою, орендою, обміном, страхуванням, внесенням до статутного капіталу господарських товариств. Крім того, обов'язково проводиться оцінка при створенні підприємства на базі державного чи комунального майна, при реорганізації, банкрутстві, ліквідації державних, комунальних підприємств та підприємств з державною часткою майна. Оцінка потрібна також для переоцінки основних засобів для цілей бухгалтерського обліку; визначення збитків або розміру відшкодування від втрати майна, оподаткування майна [22].

Залежно від мети оцінювання вартості підприємства може здійснюватися виконуватись по-різному. Це вимагає уточнення поняття «вартості».

У літературних та нормативних джерелах застосовують різні поняття вартості, а саме: ринкової, інвестиційної, ліквідаційної, балансової, відновної, первісної вартості, а також вартість відтворення, заміщення, застави. Їх сутність деталізована у таблиці 1.1.

У Національному стандарті № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» дається таке визначення ринкової вартості. Ринкова вартість – це вартість, за якою можливе відчуження об'єкта оцінки на ринку подібного майна, на дату оцінки за угодою, укладеною між покупцем і продавцем, після проведення відповідного (адекватного) маркетингу, за умови, що кожна зі сторін діяла із знанням справи, розсудливо і без примусу.

Кожен елемент визначення має своє концептуальне підґрунтя:

«...відчуження об'єкта...» – означає, що здійснюється перехід майна від продавця до покупця;

Вид вартості	Характеристика виду вартості
Ринкова вартість	Найбільш ймовірна ціна, за якою об'єкт може бути відчужений на відкритому ринку в умовах конкуренції. Ринкова вартість є об'єктивною, незалежною від бажання окремих учасників ринку нерухомості і відображає реальні економічні умови, що склались на цьому ринку
Інвестиційна вартість	Передбачає оцінку вартості підприємства для конкретного інвестора або групи інвесторів. Ця вартість визначається на основі індивідуальних вимог до інвестицій. Розрахунок інвестиційної вартості виконується виходячи з очікуваних даним інвестором доходів і конкретної ставки їх капіталізації.
Вартість відтворення	Це витрати на відтворення точної копії підприємства або іншого активу, навіть якщо є більш економічні аналоги
Вартість заміщення	Витрати на створення підприємства, що має з оцінюваним еквівалентну корисність, але побудованого в новому архітектурному стилі, з використанням сучасних і прогресивних матеріалів, конструкцій, устаткування.
Ліквідаційна вартість	Це грошова сума, яка реально може бути отримана від продажу власності в терміни надто короткі для проведення адекватного маркетингу у відповідності з визначенням ринкової вартості
Вартість застави	Оцінка підприємства для за ринковою вартістю для цілей іпотечного кредитування
Вартість реверсії	Ймовірна сума грошей, яку власник планує отримати за своє майно після закінчення запланованого ним періоду використання такого майна, тобто вартість реверсії – вартість об'єкта оцінки, яка прогнозується на період, що настає за прогнозним.
Спеціальна вартість	Ринкова вартість збільшена на суму надбавки, яка встановлюється з урахуванням особливого інтересу, нетипової мотивації чи особливої заінтересованості потенційного покупця або користувача до об'єкта оцінки.
Балансова вартість	Витрати на створення чи придбання об'єкта власності. Балансова вартість може бути справедливою, первісною, переоціненою, чистою вартістю реалізації, вартістю ліквідації.
Вартість у використанні чи у обміні	Вартість об'єкта за умов його подальшого використання запланованим або існуючим способом; чи вартість, яку застосовують для проведення операцій, що передбачають відчуження власності.

Рис.1.1. Інтерпретація поняття «вартість»

«... подібне майно» – це таке майно, яке за своїми характеристиками схоже до об'єкта оцінки та має з ним однакову корисність та інвестиційну привабливість;

« ... дата оцінки...» – датою виступає число, місяць та рік, відповідно до якої здійснюється оцінка об'єкта і визначається його вартість;

«... за угодою ...» – свідчить про те, що між покупцем і продавцем відсутні будь-які особливі специфічні взаємини, вони діють незалежно, кожен у своїх інтересах, на конкурентоздатному ринку, де вільно взаємодіють достатня кількість сторін, які пов'язані з продажем та купівлею аналогічних об'єктів власності;

« .. адекватний маркетинг...» – продавцем здійснено маркетингові дії (заходи, процедури), які відповідають сучасним вимогам, що забезпечують максимально ефективний продаж об'єкта. Тривалість маркетингу має бути такою, аби об'єкт, який продається, привернув до себе увагу достатню (адекватну) кількість покупців. Період маркетингу повинен передувати даті оцінки;

« ...знанням справи...» – означає, що сторони угоди достатньо проінформовані характеристики об'єкта, який продається, його існуюче та можливе потенційне застосування, а також стан ринку на дату оцінювання;

«...розсудливо і без примусу...» – вказує на те, що кожна продавець і покупець зацікавлені у здійсненні угоди, але жодна з них ніким і нічим до цього не змушувалася і не підштовхувалася.

Крім ринкової вартості, у процесі оцінювання використовують і інші неринкові види вартостей, що безпосередньо не пов'язані з відчуженням об'єкта. Для їх визначення застосовують внутрішню (неринкову) інформацію та уявлення про цінність об'єкта для того чи іншого ринкового суб'єкта, а не ринку в цілому.

Національним стандартом « 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» виділяються такі основні неринкові види вартості: вартість заміщення, вартість відтворення, залишкова вартість заміщення (відтворення), інвестиційна

вартість, спеціальна вартість, страхова вартість, вартість ліквідації, ліквідаційна вартість, чиста вартість реалізації, вартість у використанні та інші види, порядок визначення яких встановлюється окремими нормативними актами.

Якісне розходження між ринковою й інвестиційною вартістю полягає в тому, що при визначенні першої оцінювач повинен спиратися на типові вимоги потенційних (гіпотетичних) інвесторів, а при визначенні другої необхідно спиратися на вимоги конкретного інвестора або групи інвесторів.

Якщо здійснюється ліквідація підприємства, то його вартість набуває форми ліквідаційної вартості. Вона відображає грошову суму, яку можна отримати від продажу окремих активів підприємства. Проте об'єктом, тобто продажу може бути підприємство як цілісний майновий комплекс або його акції.

Дефініції «ліквідаційна вартість» та «вартість при примусовому продажу» не можна назвати тотожними через неоднозначність алгоритму розрахунку. Це пов'язано з тим, що відповідно до умов ліквідації підприємства можуть при визначенні вартості виконати умови адекватного маркетингу. Якщо ж період ліквідації визначається кредиторами, то ліквідаційна вартість отримує форму вартості при примусовому продажу. Розвиток негативних тенденцій в економіці зумовлюють ріст масштабів примусової форми продажу майна.

Вартість підприємства на фондовому ринку визначається через категорію «вартість акціонерного капіталу». При цьому його вартість розраховується як добуток ціни простої акції підприємства на кількість акцій в обороті. У цьому випадку підприємство варто розглядати як існуючий чи майбутній бізнес, функціонування якого пов'язано із здійсненням інвестицій, або як набір активів.

Якщо здійснюється реорганізація підприємства на основі його розподілу, то застосовується категорія «вартість при розподілі», під якою розуміють певну суму грошей, які очікують отримати від розподілу багатопрофільного бізнесу на декілька підприємств та їх окремого продажу.

Вартість за якою активи відображають у балансі називають балансовою, і вона залежить шляхів надходження активів на підприємство. Якщо підприємство отримало активи безкоштовно, придбало у результаті обміну на неподібні активи, отримало як внесок до статутного капіталу, то балансовою буде справедлива вартість. Згідно положень (стандартів) бухгалтерського обліку, справедлива вартість активу – це сума, за якою може бути здійснений обмін активу, або оплата зобов'язань у результаті операцій між обізнаними, зацікавленими та незалежними сторонами, тобто вона прирівнюється до ринкової вартості [39].

При придбанні активів визначають їх первісну вартість, складовими якої є: ціна придбання, витрати на транспортування, суми ввізного, державного мита, аналогічні платежі, якщо вони не відшкодовуються підприємству, при виготовленні активів – виробнича собівартість активів, яка визначається згідно П(С) 16 «Витрати».

Запаси в балансі показують за первісною або чистою вартістю реалізації. Остання згідно П(С)БО 9 «Запаси» є очікуваною ціною їх реалізації запасів за мінусом очікуваних витрат на реалізацію. Основні засоби, нематеріальні активи у валюту балансу входять за залишковою вартістю, яка визначається шляхом віднімання від первісної вартості суми зносу.

Підприємство, як правило, переоцінює об'єкти своїх основних засобів, нематеріальних активів якщо їх залишкова вартість суттєво, більш як на 10% відрізняється від справедливої вартості. Операції з переоцінки включають операції зі збільшення первісної вартості активів та їх зносу – дооцінку, та операції зі зменшення первісної вартості активів та їх зносу – уцінку. У результаті таких операцій отримують переоцінену вартість активів, яка відображає вартість відновлення раніше створених активів у сучасних умовах.

У бухгалтерському обліку визначають ліквідаційну вартість активу – вартість, яку очікується отримати за об'єкт оцінки, що вичерпав корисність відповідно до своїх первісних функцій за мінусом витрат, пов'язаних з ліквідацією. У разі коли за результатами розрахунків вартість ліквідації

становить від'ємну величину, її значення встановлюється у розмірі 1 гривні. Така вартість, визначена згідно П(С)БО дорівнює вартості ліквідації, яка розраховується згідно з Національними стандартами оцінки майна і майнових прав.

Кожен із перерахованих видів вартостей має певну сферу застосування та обмеження. Вибір тієї чи іншої модифікації вартості залежить від особливостей об'єкта, поставленої мети та порядку оцінки. В цілому структура методології оцінки вартості підприємства представлена на рис.1.2.

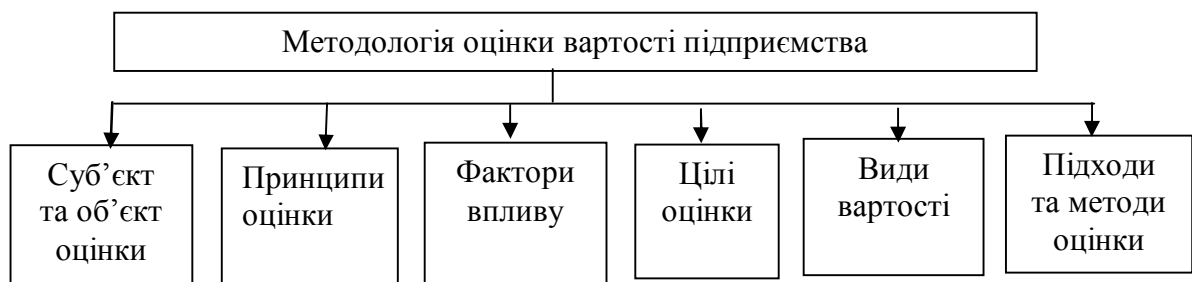


Рис.1.2 Структура методології оцінки вартості підприємства [23]

Підприємство як об'єкт оцінювання можна розглядати з двох позицій: як цілісний майновий комплекс або як власне бізнес, тобто конкретну діяльність, яка організована у рамках цілісного майнового комплексу відповідно до його організаційної-правової форми господарювання.

Підприємство як цілісний майновий комплекс формується за рахунок різних видів майна, яке використовується під час його функціонування. До нього належать: нерухомість підприємства (пасивна частина основних засобів); машини і устаткування (активна частина основних засобів); нематеріальні активи, запаси, фінансові інвестиції, грошові кошти, боргові права. Розрахунок ринкової вартості майнового комплексу підприємства передбачає визначення ринкової вартості всіх активів підприємства як товару у грошовому виразі. Це зумовлює визнання пріоритетними витратний (майновий) і ринковий підходи до оцінювання його вартості.

Поняття «бізнес» є дещо ширшим від поняття «майновий комплекс». Дана відмінність зумовлена з тим, що під «бізнесом» розуміють певну

господарську діяльність, яка здійснюється або буде здійснюватися з використанням активів цілісного майнового комплексу. Бізнес потрібно розглядати як споживчу вартість, що характеризується здатністю приносити дохід, через це бізнес є особливим товаром, його корисність для власника втілюється в отриманому доході. В основі оцінки бізнесу лежить теза, що його сучасна вартість дорівнює вартості майбутніх вигод, які власник може одержати в результаті володіння даною власністю (бізнесом). Вартість бізнесу перевищує вартість майнового комплексу на величину так званих невідчутних, незареєстрованих активів. Ними є ділова репутація, організаційна культура, кадровий потенціал підприємства, його маркетингова система і т.п. У зв'язку з цим вартість підприємства як бізнесу відрізняється від сукупної вартості його активів й зобов'язань. Таку різницю називають гудвілом, величиною якого може бути позитивною чи негативною. Якщо вартість підприємства, яку сплачує покупець переважає сукупну вартість його активів та зобов'язань, то виникає позитивний гудвіл. Останній відображає надбавку до ціни за рахунок отримання покупцем, так званих, невідчутних активів. А негативний гудвіл є характерною знижкою з ціни, котра свідчить їх відсутність.

Треба відмітити, що національні стандарти не розмежовують оцінку ЦМК підприємства і його бізнесу, такий підхід реалізовано лише в міжнародних стандартах оцінки [33].

Для того, щоб визначити вартість підприємства потрібно визначити сукупність факторів, що на неї впливають, а також про вплив кожного конкретного фактора. Сукупність факторів можна деталізувати за такими групами: економічні, фізичні, соціально-демографічні, екологічні фактори, фактори державного регулювання. Кожен з факторів впливає на вартість майна в сторону її збільшення або зниження.

До економічних факторів належать: економічний рівень розвитку країни; грошово-кредитна політика уряду; темпи інфляції, фактор часу, підприємницький ризик, співвідношення попиту і пропозиції, обсяг доходу від володіння об'єктом, ступінь контролю над об'єктом, який одержує новий

власник, рівень ліквідності об'єкта.

До фізичних факторів можна віднести місце розташування та параметри, які характеризують об'єкт. Фактори державного регулювання, пов'язані з адміністративними діями (обмеження обігу нерухомості; будівельні норми та правила та ін.) Соціально-демографічні фактори відображають тенденції зміни чисельності населення, розміру сім'ї, рівень народжуваності, ставлення до здоров'я, культурні-традиції, професійна приналежність, приналежність до певної соціальної групи і т.п. Параметри навколишнього середовища, які впливають на ефективність і корисність об'єкта оцінки формують зміст екологічних факторів.

Оцінюючи майно підприємства, необхідно дотримуватись відповідних принципів, які є трактовкою загальноекономічних законів з позицій учасників ринку та дозволяють об'єднати, узагальнити фактори, які впливають на вартість майна. Їх правильне застосування дає можливість отримати достовірні висновки, пов'язані з визначенням вартості оцінюваного об'єкта, адже вони покладені в основу методичних підходів та відображають закономірності формування вартості майна;

Сутність основних принципів оцінки вартості підприємства, які згруповані у три групи, наведені в таблиці 1.1.

До конкретного оцінюваного об'єкта можуть бути застосовані відразу декілька принципів. У той же час, не в кожній ситуації, можна застосувати всі принципи в повному обсязі.

Особливе місце серед усіх існуючих принципів займає принцип найбільш ефективного використання. Він не належить ні до однієї з перерахованих груп, а розглядається окремо як узагальнюючий принцип.

Принцип найбільш ефективного використання передбачає розрахунок вартості майна за умови застосування його найкращим, найбільш ефективним способом, навіть якщо поточне використання є іншим. За таких умов оцінювач повинен проаналізувати альтернативні варіанти застосування об'єкта, визначити той із них, який є найкращий і найбільш ефективний.

Принципи оцінки вартості та їх характеристика [23]

Принцип	Характеристика
<i>Принципи, які пов'язані з уявою власника про майно</i>	
Корисності	Підприємство володіє власністю, якщо воно може бути корисним потенційному власнику
Заміщення	Покупець не заплатить за підприємство більше, ніж найменша ціна, за якою оцінюють аналогічне підприємство з тим же ступенем корисності
Очікування	Очікування майбутнього прибутку або інших вигод, які можуть бути одержані в майбутньому від використання майна підприємства
<i>Принципи, які пов'язані з ринковим середовищем</i>	
Залежність	Вартість підприємства залежить від багатьох факторів, але і воно впливає на вартість інших об'єктів
Відповідність	Підприємство повинне відповідати ринковим та будівельним стандартам
Пропозиція та попит	Попит впливає на ціну більше чим пропозиція. Попит перевищує пропозицію ціни ростуть; пропозиція перевищує попит – ціни падають; попит дорівнює пропозиції – ціни стабільні.
Конкуренція	Це змагання підприємців в одержанні прибутку
Зміни	Ситуація на ринку постійно змінюється
Розумної обережності оцінок	Оцінювач має критично ставитись до всієї інформації, яку йому надає адміністрація об'єкта оцінювання
Альтернативності оцінок	Використання різних методів оцінювання та порівняння показників вартості за альтернативними методами
<i>Принципи, які пов'язані з експлуатацією майна</i>	
Залишкова продуктивність земельної ділянки	Земля має «залишкову вартість», тобто компенсується тоді коли є залишок доходу після оплати всіх інших факторів виробництва: праці, капіталу і управління
Внесок	Це сума на яку збільшується чи зменшується вартість підприємства або чистий прибуток, одержаний внаслідок наявності або відсутності будь якого покращення або доповнення до діючих факторів виробництва
Граничної продуктивності	Полягає у тому, що додаткові грошові внески власника у об'єкт оцінки будуть супроводжуватися зростанням вартості об'єкта до рівня максимальної продуктивності, після чого витрати на створення додаткових покращень не будуть повністю компенсовані збільшенням вартості об'єкта

Саме такий варіант і слід використовувати для розрахунку ринкової вартості майна. При цьому розглядаються тільки ті варіанти використання

майна, які є технічно можливими, юридично дозволеними, організаційно та фінансове здійсненними, економічно доцільними.

Таким чином, найкраще, найбільш ефективно використання об'єкта є альтернативою існуючому варіанту, що забезпечує йому на дату оцінки найбільшу поточну вартість.

1.2. Організація експертного оцінювання вартості підприємства

Процес оцінки вартості підприємства є послідовністю дій, які виконує оцінювач під час визначення вартості. З метою раціональної організації цей процес необхідно об'єднати у кілька етапів.

Оцінка проводиться на підставі договору, який укладається між суб'єктом оціночної діяльності – суб'єктом господарювання і замовником оцінки або на підставі ухвали суду про призначення відповідної експертизи щодо оцінки об'єкта. Органи державної влади і органи місцевого самоврядування як суб'єкти оціночної діяльності проводять оцінку самостійно на підставі наказу керівництва. Якщо законодавством передбачається обов'язкове проведення незалежної оцінки майна, то органи державної влади і органи місцевого самоврядування стають замовниками такої оцінки на підставі укладання договорів зі суб'єктами оціночної діяльності – суб'єктами господарювання. Останні визначаються на конкурсних засадах у порядку, які встановлює законодавство.

На першому, підготовчому етапі оцінювач повинен ознайомитися з об'єктом оцінки, характерними умовами угоди, для укладення якої проводиться оцінка, визначити її мету. Мета буде залежати від напрямків використання висновку про оцінену вартість споживачем оціночних послуг. Від мети залежатиме вид вартості, який необхідно визначити, характер вихідної інформації, яка буде використовуватися, а також принципи, підходи і судження, якими буде керуватися оцінювач. Вид вартості повинен визначатися відповідно до нормативно-правових актів та загальноприйнятих правил оціночної діяльності. Важливим є вибір та обґрунтування необхідних методичних

підходів, методів та оціночних процедур, які найбільш повно відповідають меті оцінки.

Крім того, оцінювач повинен врахувати обмеження щодо можливості здійснювати оцінку. Згідно [22] суб'єкти оціночної діяльності не можуть здійснювати оцінку власного майна і майна своїх засновників, а також оцінку майна своїх родичів-замовників оцінки.

Замовники оцінки повинні забезпечити доступ оцінювача до об'єкта оцінювання, допомогти в отриманні необхідної і достовірної інформації про підприємство. Під час збору вихідних даних оцінювачу необхідно встановити перелік даних, які потрібні і достатні для проведення оцінки, визначитися з джерелами інформації, способами її отримання, підрахувати витрати на збір на опрацювання даних.

Інформацію, яку оцінювач може використати для роботи можна класифікувати за різними ознаками (рис. 1.3).

Зовнішні джерела інформації характеризують зовнішнє середовище функціонування об'єкта, обсяг і зміст якої залежить від цілей та специфіки об'єкта оцінки. Так, для оцінки вартості підприємства необхідно ознайомитися та проаналізувати ринок продукції (товарів, робіт, послуг) в обсязі, достатньому для вивчення попиту, формування уявлення про місткість ринку та частку ринку, яка належить підприємству для оцінки достовірності припущень, які зроблені під час прогнозування його доходів. Отримати таку інформацію оцінювач може з періодичних видань та іншої літератури, яка стосується ринку об'єкта, із спеціалізованих баз даних державних органів влади та органів місцевого самоврядування, офіційних даних Держаної служби статистики, бази даних мережі Internet, офіційних сайтів саморегульованих організацій оцінювачів, ріелторських та будівельних фірм, товарних та фондових бірж, від інших оцінювачів.



Рис. 1.3. Класифікація джерел інформації для оцінки вартості підприємства [24]

Для отримання даних можуть стати потрібними відрядження у інші регіони, додаткові дослідження. У зв'язку з цим витрати на отримання та опрацювання інформації можуть включати:

- витрати на доступ до платних баз даних чи інших джерел інформації;
- витрати на відрядження;
- витрати, пов'язані з оплатою маркетингових, соціологічних та інших досліджень,
- витрати на оплату послуг спеціалістів, які долучаються до процесу оцінювання (оцінювач може скористатися послугами юристів, бухгалтерів, будівельників, архітекторів тощо);
- витрати на підготовку матеріалів до звіту про оцінку (карти, схеми, таблиці, фотознімки).

Внутрішні джерела інформації дають можливість оцінити внутрішні умови функціонування об'єкта, дозволяють отримати дані його стан. Якщо оцінюється підприємство, то до складу такої інформації входять ретроспективні

дані, які характеризують діяльність підприємства, зокрема фінансова та управлінська звітність підприємства, прогностні показники діяльності, які зафіксовані у бізнес-плані, результати опитувань персоналу та керівництва тощо.

Відповідно до функцій управління можна виокремити планові джерела даних, нормативно-довідкові та облікові дані. Планові джерела інформації відображають дані про параметри діяльності об'єкта на майбутній період, облікові – характеризує діяльність підприємства за певний період часу та фіксується у фінансовій і статистичній звітності. Інформація з нормативно-довідкових даних частково є зовнішньою (стосується загальногалузевих тенденцій розвитку та державного регулювання діяльності), частково внутрішньою (ретроспективна аналітична інформація про параметри функціонування об'єкта).

Інформація про минулий стан об'єкта та зовнішнього середовища його функціонування характеризується як ретроспективна; інформація про стан об'єкта та оточуючого середовища на момент оцінки є поточною; інформацію про майбутні очікування тих чи інших параметрів діяльності об'єкта та зовнішнього середовища називають прогностною.

Завершується підготовчий етап процесу оцінювання поданням замовнику пропозицій стосовно істотних умов договору на проведення оцінки та укладання договору, узгодження винагороди оцінювача. Замовниками оцінки майна можуть бути особи, які є власниками об'єкта оцінки або перебуває у них на законних підставах, а також ті, які замовляють оцінку об'єкта за дорученням зазначених осіб. Винагорода оцінювача встановлюється, виходячи із усіх запланованих витрат з урахуванням складності завдання та обсягу робіт.

Основний етап включає збір, систематизацію та аналіз даних про підприємство (виробництво, фінансовий стан, динаміку інвестицій, внутрішнього товарообігу і т.п.), кон'юнктуру ринку, визначення вартості об'єкта за традиційними підходами до оцінки, а саме: витратним (майновий), дохідним та порівняльним (ринковим). Оцінювач повинен використати (або

обґрунтувати відмову від використання) певні підходи до оцінки, самостійно визначаючи конкретні методи у рамках кожного з підходів. Вибір підходів визначається метою оцінки конкретного об'єкта та видом вартості, що розраховується.

На рис. 1.4 відображено підходів та основні методи оцінки вартості підприємства та його бізнесу.

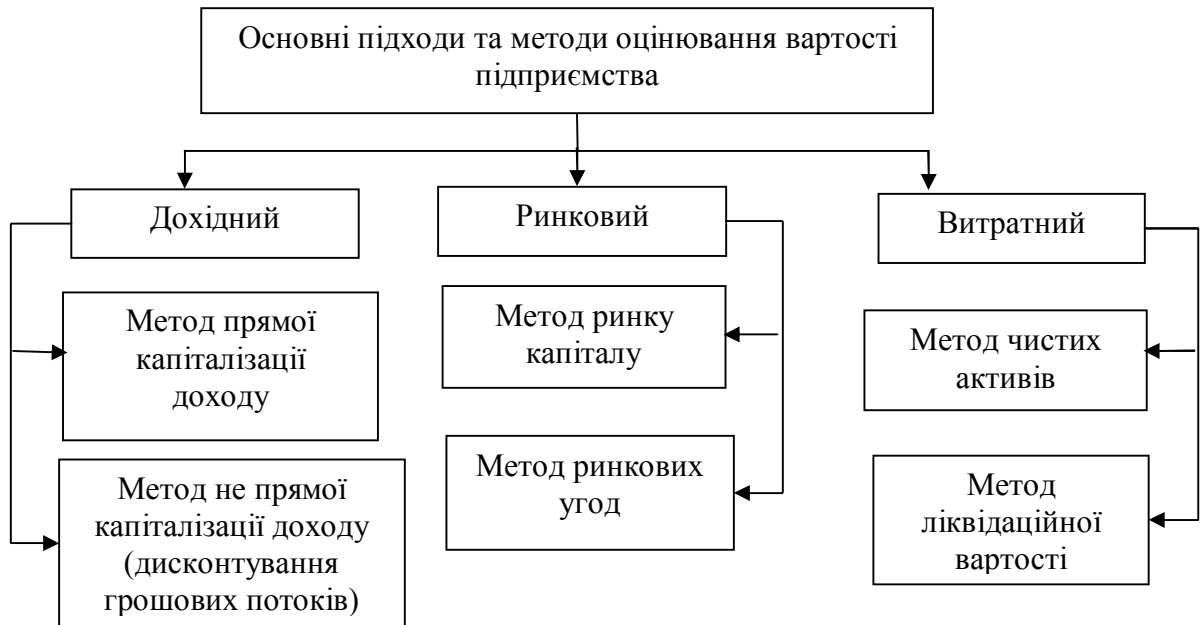


Рис.1.4. Класифікація підходів та методів оцінки вартості підприємства [60; 61; 62;63]

Кожен з перерахованих підходів та методів оцінки відображає різні аспекти процесу оцінювання. Вони не є взаємовиключними, а доповнюють один одного. Зазвичай при розрахунку вартості використовують поєднання двох-трьох методів, найбільш придатних при даних обставинах.

Оцінку вартості підприємств (бізнесу) при використанні методів витратного (майнового) підходу проводять на основі величини активів та зобов'язань, які підприємство сформуло за період свого функціонування. Активи і зобов'язання підприємства у межах даного підходу оцінюють за ринковою вартістю. Визначення іншої вартості активу або зобов'язання

повинно бути обґрунтовано. Витратний підхід в оцінці вартості майна підприємства, бізнесу розглядає вартість з погляду понесених витрат.

Основними методами витратного (майнового) підходу є методи чистих активів і ліквідаційної вартості.

Метод чистих активів передбачає оцінку вартості власного капіталу підприємства. Його сутність полягає у визначенні сумарної ринкової вартості всіх активів підприємства та зменшення її на ринкову вартість його зобов'язань. Метод чистих активів дозволяє визначити, скільки коштів необхідно новому власнику для того, щоб створити підприємство подібного профілю з такими ж активами, що і у підприємства, яке оцінюється. Отримані оцінювачем результати дають підставу для прийняття рішення: придбати готове підприємство чи самостійно створити нове підприємство.

Даний метод може бути затребуваний при визначенні ліквідаційної вартості підприємства. Основною перевагою даного методу є те, що він ґрунтується на існуючих активах, які перебувають у власності підприємства. Суттєвим недоліком є те, що при визначенні вартості не враховуються майбутні результати використання об'єкта оцінки.

Метод розрахунку ліквідаційної вартості базується на визначенні доходу від процесу упорядкованої чи примусової ліквідації підприємства на основі продажу його активів, який зменшують на величину поточної вартості зобов'язань та витрат, пов'язаних з ліквідацією. Вартість підприємства розрахована за цим методом, як правило, є через те, що строки продажу обмежені. Їх недостатньо для того, щоб усі потенційні покупці мали змогу ознайомитися з виставленим на ринок об'єктом. Як правило, даний метод застосовується для підприємств, що знаходяться у стані припинення діяльності, перепрофілювання, банкрутства.

Порівняльний (ринковий) підхід передбачає визначення вартості підприємства на основі результатів зіставлення з вартістю аналогічних підприємств, які були нещодавно продані. Цей підхід представлений двома методами: методом ринку капіталу та методом ринкових угод.

Метод ринку капіталу базується на припущенні про рівноцінність ринкової вартості підприємства його ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю. Під ринковою капіталізацією розуміють ринкову вартість акцій підприємства.

Технологія застосування методу ринкових угод та методу ринку капіталу за можливої ринкової капіталізації співпадає. Вона ґрунтується на припущенні еквівалентності вартості оцінюваного підприємства цінам продажу подібних підприємств. При цьому вартість підприємства визначається як добуток фінансово-економічних показників його діяльності на відповідні мультиплікатори, які визначені на підставі даних про подібні підприємства, виходячи з цін продажу (пропонування) їх цілісних майнових комплексів.

При дохідному підході вартість підприємства і його бізнесу визначається шляхом перетворення очікуваних доходів за нормою дохідності, яка відображає ризикованість інвестицій. Успішне застосування підходу вимагає від експерта виконання комплексу необхідних аналітичних досліджень, які дозволяють обґрунтувати його прогностичні показники діяльності.

Дохідний підхід реалізовується з використанням методів прямої і непрямой капіталізації доходу. Вибір методів оцінки визначається наявністю інформації про очікувані доходи підприємства, стабільність їх отримання, мети оцінювання, а також виду вартості, яка підлягає розрахунку.

Застосування методу прямої капіталізації доходу полягає у перетворенні чистого операційного доходу підприємства у вартість за допомогою коефіцієнта капіталізації. Капіталізація чистого операційного доходу, тобто перетворення його у вартість підприємства шляхом ділення його на ставку капіталізації. За ставку капіталізації приймається різниця між ставкою дисконтування і ставкою довгострокового очікуваного зростання чистого операційного доходу. Цей метод застосовують тоді, коли прогнозують постійний за обсягом та рівний, протягом періоду прогнозування, дохід. Крім того, отримання доходу не обмежується у часі. Частіше такий метод прямої

капіталізації доходу застосовують для оцінки нерухомого майна підприємства, а не для оцінки його бізнесу.

Застосування методу непрямой капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків) є виправданим тоді, коли прогнозовані чисті операційні доходи підприємства неоднакові за величиною, непостійні під час визначеного періоду прогнозування і їх отримання обмежується у часі. Суть методу полягає у конвертації очікуваного грошового потоку у теперішню вартість шляхом його ділення на ставку дисконту.

Вивчення оціночної практики свідчить, що метод прямої капіталізації доходу варто застосовувати для підприємств на пізніх стадіях життєвого циклу, які характеризуються стабільністю отримуваних доходів. Для підприємств, які знаходяться на ранніх стадіях життєвого циклу, ще не закріпилися на ринку та характеризуються високим рівнем підприємницького ризику доцільно використовувати метод непрямой капіталізації (дисконтування грошового потоку). Для таких підприємств важко зробити прогноз щодо стабільності доходів бізнесу або постійних темпів їх зростання.

З перерахованих підходів, дохідний підхід є найбільш вживаним, адже встановлює майбутні ключові детермінанти вартості, тоді як використання ринкового підходу вимагає розрахунку мультиплікаторів з використанням ретроспективних даних, які не здатні відобразити очікувані зміни у діяльності підприємства.

Узгодження результатів отриманих за допомогою різних підходів здійснюється на підсумковому етапі процесу оцінювання. Це пов'язано з тим, що застосування різних підходів щодо оцінки вартості підприємства зумовить одержання різних значень. Остаточний висновок про вартість проводиться з врахуванням сукупності одержаних результатів, які повинні бути близькими. Суттєві розбіжності вказують або на незбалансованість ринку або на існування помилок у розрахунках,

Найбільш простими в розрахунках для визначення остаточної вартості підприємства є, звичайно, середні величини, однак вони не враховують рівень

довіри до результатів того чи іншого підходу. В оціночній практиці, як правило, використовують суб'єктивне зважування кінцевих результатів оцінювання і сумування таких «зважених» оцінок за формулою [48]:

$$B_o = \sum_{i=1}^n B_i \times Z_i$$

де B_o – остаточна вартість об'єкта оцінки;

B_i – вартості об'єкта оцінки, яка визначена i -м підходом;

$i = 1, \dots, n$ ~ кількість застосованих оціночних підходів;

Z_i – коефіцієнт важливості i -го оціночного підходу.

Під коефіцієнтами важливості розуміють коефіцієнти довіри до того чи іншого підходу. Ці коефіцієнти мають суб'єктивний характер, адже визначаються оцінювачем самостійно на основі досвіду та знань.

На підсумковому етапі оцінювач складає звіт про оцінку майна і висновок про вартість підприємства на дату оцінки. Їх структура регламентується національним стандартом 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав» [60]. Звіт не повинен допускати неоднозначного тлумачення вартості підприємства або вводити споживача оціночних послуг в оману.

РОЗДІЛ 2

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ТА МЕТОДИ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

2.1. Етапи вибору методів визначення вартості підприємства та їх інформаційне забезпечення

Для визначенні ринкової вартості бізнесу відповідно до національних стандартів з оцінки можуть використовуватися три методичні підходи: витратний, ринковий (порівняльний) та дохідний. Вони, у свою чергу, поділяються на методи, які визначають спосіб розрахунку вартості об'єкта.

Методи витратного підходу ґрунтуються на визначенні витрат, які необхідні для відтворення або заміщення об'єкта оцінки з урахуванням фізичного та морального зносу. Витрати, які потрібні для створення точної копії об'єкта оцінки, враховуючи застосовані при його створенні матеріальні ресурси та технологію називають витратами на відтворення об'єкта оцінки. Витратами, які необхідно понести для створення аналогічного об'єкта з використанням сучасних матеріальних ресурсів та технологій є витратами на заміщення об'єкта оцінки.

Методи ринкового (порівняльного) засновані на порівнянні об'єкта оцінки з аналогічними об'єктами, щодо яких є дані про ціни їх продажу. Об'єктом-аналогом визнається об'єкт, що є схожим до об'єкта оцінки за основними економічними, матеріальним, технічним та іншим характеристикам.

Методи дохідного підходу засновані на визначенні очікуваних доходів від використання об'єкта.

Як уже зазначалося, підсумкова величина вартості об'єкта оцінки є результатом узагальнення розрахунків вартості об'єкта оцінки, які виконані з використанням різних підходів та методів. Якщо оцінювач не може використати той чи інший підхід, він повинен обґрунтувати відмову. Оскільки підходи можуть бути реалізовані різними методами, то оцінювач має право

самостійно обрати конкретні методи оцінки у їх межах. Вибір методів оцінювання підприємства може здійснюватися у кілька етапів.

Першим етапом є підготовка та аналіз інформації. Оцінювач повинен визначити:

- мету, задля якої здійснюється оцінка;
- потрібний вид вартості, який залежить від мети оцінювання та впливає на вибір методів;
- рівень контролю над оцінюваною власністю;
- обсяг потрібної інформації.

На другому етапі проводиться аналіз факторів зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства. Вибір методів оцінки визначається характеристиками оцінюваного підприємства, етапом його життєвого циклу.

На третьому етапі встановлюються методи, які можуть бути використані:

- при витратному (майновому) підході (метод вартості чистих активів, метод ліквідаційної вартості) визначається: чи є підприємство діючим. У цьому випадку використовується метод вартості чистих активів, якщо підприємство знаходиться на межі банкрутства, то застосовується метод ліквідаційної вартості;

- при дохідному підході (метод дисконтування грошових потоків, метод капіталізації доходів). Оцінювач складає прогноз динаміки майбутніх доходів, які порівнює з поточними. Якщо передбачувані майбутні доходи значно вище поточних, то застосовують метод дисконтування грошових потоків, якщо ні, то метод капіталізації доходів;

- при порівнянні продажів об'єктів-аналогів (метод ринку капіталу або метод угод, який передбачає вибір оціночних мультиплікаторів: ціна / прибуток, ціна / грошовий потік, ціна / дивіденди і т.д. або застосовується). Якщо оцінюване підприємство має статус публічного акціонерного товариства, акції якого вільно обертаються на фондовому ринку, то використовується метод ринку капіталу. Для оцінювання підприємств інших організаційно-правових

форм господарювання і їх корпоративних часток застосовується метод ринкових угод. При цьому оцінювач аналізує достатність та якість інформації за підприємствами-аналогами.

Запропонована структуризація робіт у вигляді поетапного аналізу може слугувати доказовою базою обґрунтованості вибору підходів і методів або відмови від їх використання у розрахунку вартості бізнесу.

Підготовка та аналіз інформації проводяться як для вибору підходів і методів визначення вартості об'єкта, так і для визначення фінансового стану та перспектив розвитку об'єкта в цілому, які суттєво впливають на вартість підприємства.

Оцінювання теперішньої вартості підприємства проводиться на основі аналізу минулих витрат, прогнозування майбутніх доходів, вивчення впливу зовнішнього середовища та внутрішніх умов його функціонування. Правильність висновків залежить від достовірності зібраної інформації, точності визначення її конкретних показників, достовірності і достатності отриманих даних, розгляду оцінюваного підприємства як сукупної взаємодії зовнішніх економічних умов та внутрішніх факторів виробництва.

Інформація може вважатися достатньою, якщо застосування додаткової інформації не приведе до суттєвих змін параметрів, на які спиралися при у процесі оцінювання, а також до суттєвих змін підсумкової величини вартості підприємства.

Інформація є достовірною, якщо дана інформація відповідає дійсності та дозволяє споживачу оціночних послуг робити правильні висновки про характеристики, які досліджуються оцінювачем у процесі оцінювання і визначенні підсумкової величини вартості підприємства, та приймати на їх основі обґрунтовані рішення.

Для аналізу аналіз достатності та достовірності інформації, оцінювач повинен використовувати засоби і методи. Якщо для встановлення рівня суттєвості інформації використовується експертне судження оцінювача, то для

параметрів, значення яких оцінюють, повинні бути описані умови їх досягнення.

Якщо оцінювачем залучаються фахівці (експерти), то він повинен вказати у звіті їх кваліфікацію та рівень участі у процесі оцінювання, а також обґрунтувати необхідність залучення. Оцінювач при формуванні звіту не може використовувати інформацію про події, які відбулися після дати оцінки.

Зібрана інформація повинна забезпечувати оцінювачу потрібну [43]:

- точність – одержані кількісні і якісні параметри об'єкта оцінки повинні забезпечувати задану точність розрахунків його вартості;
- системність – дані повинні бути повними, не суперечити один одному та формувати систему, яка б відображала фінансовий стан підприємства за минулий період, поточний стан, дозволяла прогнозувати майбутнє фінансове становище з достатнім рівнем ймовірності на певний період планування.

У сучасних умовах жоден суб'єкт господарювання не може функціонувати ізольовано. Завжди є певне середовище в якому підприємство здійснює свою діяльність. Розрізняють такі складові середовища: зовнішнє середовище, яке охоплює дві групи в оточенні підприємства – макро- (віддалене) і мезо- (близьке) оточення; внутрішнє середовище, яке охоплює ту частину середовища, що перебуває у межах підприємства.

У процесі аналізу зовнішнє й внутрішнє середовище підприємства розглядають як сукупність окремих компонент, які підлягають вивченню. Кожна із компонент, в свою чергу, містить сукупність факторів, які знаходять своє відображення в системі показників. Крім того у ході аналізу прогнозують вплив можливих тенденції зміни середовища підприємства на формування стратегій розвитку підприємства.

Аналіз макрооточення передбачає вивчення впливу таких компонент: демографічної, економічної, природної, технологічної, політико-правової та соціально-культурної. При цьому оцінювач звертає увагу макроекономічні показники розвитку країни і галузі, їх ретроспективну та прогнозну динаміку, оцінює становище підприємства у цих умовах. Макроекономічні показники

визначаються законодавчою системою і поточним станом економіки (рівнем інфляції, його динамікою; динамікою валютного курсу, відсоткових ставок; доступністю кредитних ресурсів; темпами економічного розвитку країни, галузі; політичною стабільністю і т.д.).

Аналіз мезооточення підприємства слід розпочинати з дослідження структури галузі, у якій воно працює. Обґрунтованою вважають методологію, яку запропонував американський учений М. Портер [55; 56]. Розроблена ним модель п'яти конкурентних сил ґрунтується на здатності підприємства реалізувати свою конкурентну перевагу на ринку і залежить від багатьох компонент, а саме конкурентної боротьби в галузі, появи потенційних прямих конкурентів, появи товарів-замінників, можливого тиску з боку клієнтів, тиску з боку постачальників (рис. 2.1).

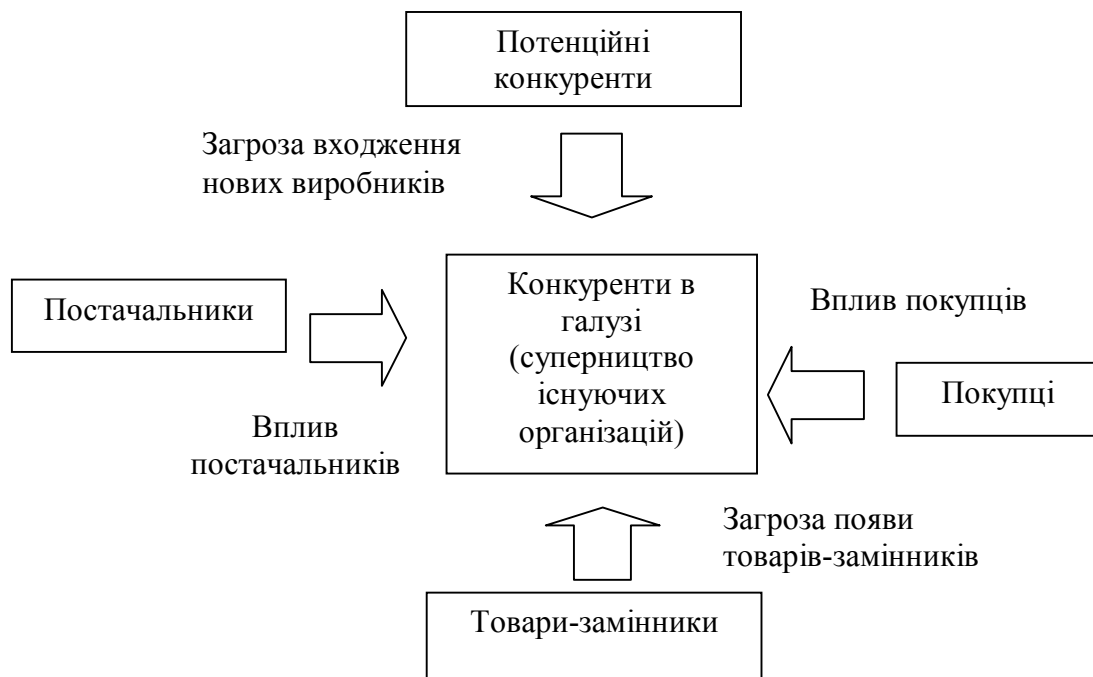


Рис. 2.1. Модель п'яти конкурентних сил (за М. Портером)

Конкурентна боротьба між прямими конкурентами, інтенсивність і форми якої визначають рівень їх взаємозалежності у конкретній ситуації: чиста (досконала) конкуренція, олігополія, монополістична конкуренція та монополія.

Серйозність загроза появи потенційних прямих конкурентів, які перебувають за межами конкретного ринку залежить від складності бар'єру входження в галузь (правовий захист, потреба в капіталі, витрати, пов'язані з переходом на новий ринок, доступ до збутових мереж і т.п.), а також реакції, яку може очікувати потенційний конкурент з боку представників галузі (агресивна реакція на нові підприємства, рівень привабливості ринку товару для діючих на ньому продавців, доступність фінансових ресурсів і можливості впливу на основний ринок нового підприємства).

Загроза появи товарів-замінників, тобто тих, які виконують ту ж функцію для тієї ж групи споживачів, але базуються на іншій технології визначають верхню межу цін, які можуть призначити діючі на ринку продавці. Чим привабливіший товар-замінник, тим менші можливості для підвищення цін на ринку.

Покупці можуть вплинути на потенційну рентабельність того чи іншого виду діяльності підприємства, змушуючи його знизити ціну чи вимагаючи більше послуг.

Здатність постачальників добиватися вигідних умов від клієнтів зумовлена тим, що вони мають можливість підвищити ціни на свої поставки, знизити якість або обмежити обсяг товарів, які призначені для конкретного клієнта. Сильні постачальники можуть вплинути на рентабельність продукції клієнтів, якщо ті, в свою чергу, не в змозі компенсувати підвищення витрат шляхом підняття ціни.

Особливе значення під час аналізу безпосереднього оточення підприємства має аналіз найближчих конкурентів і їх можливих дій. Така необхідність виникає тому, що підприємства навіть однієї галузі можуть істотно відрізнитися один від одного модифікацією виробів, їх ціною, регіонами, в яких реалізується продукція, рівнем якості товарів, тощо.

Аналіз зовнішнього середовища та макроекономічних показників дозволяють визначити всі види систематичних ризиків, економічних і політичних, галузевих, обґрунтувати його прогностичні показники діяльності,

вартість капіталу, які впливають на галузеву дохідність та величину вартості оцінюваного підприємства.

Внутрішнє середовище – це та частина загального середовища, яка перебуває у межах підприємства; це сукупність агентів, що діють всередині підприємства, а також їх відносини, які виникають в процесі господарської діяльності. Її збір допомагає у підготовці даних для оцінювання вартості підприємства всіма підходами або обґрунтування відмови від будь-якого підходу.

Складові аспекти внутрішнього середовища та основні його фактори його формування подані в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Характеристика внутрішнього середовища підприємства [54]

Аспект	Найважливіші фактори
Збут	Продукція (послуги), яку виробляє (надає) підприємство. Частка ринку. Якість продукції (послуг). Стан системи збуту. Сервісне обслуговування. Якість реклами. Наявність торгових марок. Асортимент продукції.
Виробництво	Виробничі потужності. Рівень диверсифікації виробництва.. Екологічна безпека виробничих процесів
Логістика	Доступність джерел сировини. Переваги розташування підприємства
Фінансовий стан	Активи підприємства. Чистий прибуток. Обсяг капітальних інвестицій. Рентабельність капіталу. Оборотні активи. Доступність кредиту.
Персонал	Управлінський персонал. Кваліфікація працівників. Кадрова політика. Використання стимулів для мотивації виконавців. Плинність кадрів
Правові засади провадження господарської діяльності	Ліцензування, квотування, застосування механізмів ціноутворення на ринку відповідної продукції (товарів, робіт, послуг), наявність державної підтримки або обмежень, антимонопольні та екологічні вимоги, система оподаткування
Дослідження та розвиток	Дослідницький потенціал. Інтенсивність та ефективність досліджень. Наявність патентів

Аспект «Збут» і «Виробництво»_ передбачає вивчення:

- ринку продукції (товарів, робіт, послуг) підприємства в обсязі, достатньому для вивчення попиту, формування уявлення про місткість ринку та частку ринку, яка належить підприємству для оцінки коректності припущень, зроблених під час прогнозування його доходів;

- структури клієнтської бази, її диверсифікації. Оцінювач повинен ознайомитися з переліком споживачів, їх часткою в загальному обсязі продаж в натуральному і вартісному вимірі, виокремити основних споживачів та оцінити їх платоспроможність, оцінити залежність підприємства від споживачів. Чим ширша мережа споживачів, чим більше постійних клієнтів, чим меншу частку доходу можна пов'язати з конкретним клієнтом, тим меншим є ризик інвестування у дане підприємство. На підставі отриманих висновків прогнозуються обсяги продажу продукції, визначається ставка дисконту.

- продукції підприємства. Оцінювач повинен ознайомитися з номенклатурою і асортиментом випуску продукції, рівнем товарної диверсифікації (кількістю номенклатурних груп; розмахом варіації в отриманні доходу від окремих асортиментних груп (різниця між максимальним і мінімальним доходом); характером кінцевої продукції – готова, напівфабрикат), проаналізувати структурні зміни у виробництві, оцінити рівень використання виробничих потужностей на основі зіставлення фактичного (планового) обсягу продукції з середньорічною потужністю підприємства. На підставі такого аналізу, а також наявності у підприємства портфелю замовлень прогнозують обсяги продажів кожного виду продукції в натуральному вираженні, визначають рівень диверсифікації виробництва.

При прогнозуванні обсягів продажу застосовують як відносно прості методи, так і методи зі складними математичними процедурами. Найчастіше використовуються метод трендів (екстраполяції) на основі розрахунку середнього абсолютного приросту та середнього темпу зростання та категорій дисперсійного аналізу.

- процесу виробництва. Оцінювач повинен з'ясувати сутність виробничих процесів, ознайомитися з технологією виробництва, вивчити структуру витрат, особливо співвідношення постійних і змінних витрат; визначити необхідність заміни основних засобів у зв'язку з значним фізичним та моральним зносом, а також визначити обсяг необхідних інвестицій на їх

придбання та ремонт. Отримана інформація допомагає у прогнозуванні витрат на виробництво.

Аспект «Логістика» передбачає вивчення ресурсної бази та рівня її диверсифікації. Оцінювач повинен ознайомитися з переліком основних постачальників сировини і матеріалів, оцінити рівень залежності від постачальників – ріст кількості постачальників зменшує залежність від них і збільшує рівень диверсифікованості поставок. Низький рівень диверсифікованості поставок веде до росту бізнес-ризиків, що відображаються у можливості затримки і зриву постачань сировини і матеріалів, і як наслідок – зниження обсягів випуску продукції і чистого доходу, зміна ставки дисконту.

Аспект «Персонал» передбачає вивчення організаційної структури підприємства і структури управління. На підставі висновків, визначається необхідність внесення змін у існуючу організаційну структуру управління, а також можливість збільшення обсягів продажу за рахунок виконання вказаних заходів, визначається ставка дисконту.

Аспект «Фінансовий стан підприємства» передбачає вивчення сукупності показників, що відображають вивчення:

- майнового стану підприємств (стану, складу, структури активів (майна) та джерел їх фінансування; виявлення змін, які відбулися в їх складі та оцінка наслідків);
- показників фінансових результатів та рентабельності;
- показників фінансової стійкості, платоспроможності, ліквідності;
- показників ділової активності;
- показників, які відображають позицію підприємства на ринку цінних паперів.

Для побудови інтегрального показника фінансового стану, на підставі якого з певною ймовірністю можна оцінити фінансовий стан підприємства використовують методи багатофакторного дискримінатного аналізу. Цей вид аналізу вимагає, який ґрунтується на вивченні емпіричних (фактичних) даних і передбачає побудову функції такого виду:

$$Z = a_1 \cdot K_1 + a_2 \cdot K_2 + a_3 K_3 + a_4 \cdot K_4 + a_5 \cdot K_5 + a_n \cdot K_n - a_0,$$

де Z – інтегральний показник фінансового стану підприємства; K_1, K_2, \dots, K_n – незалежні змінні дискримінантної функції (фінансові індикатори); a_1, a_2, \dots, a_n – параметри дискримінантної функції (вагомість впливу окремих індикаторів на загальний інтегральний показник фінансового стану); a_0 – вільний член дискримінантної функції.

Фінансові індикатори дискримінантної моделі є показниками фінансового стану, які розраховуються на основі фінансової звітності підприємства. Параметри дискримінантної функції та значення вільного члена визначаються емпіричним шляхом. Варто відмітити, що загальновідомі моделі прогнозування можливого банкрутства [(Альтмана – 1968 р., 1983 р. США); (Конана і Гольдера – 1975 р., Франція); Таффлера, Тішоу – 1977 р., Великобританія); (Краузе – 1993 р., Німеччина) та ін.] ґрунтуються саме на методиці дискримінантного аналізу.

Сформувати власні галузеві дискримінантні функції практично неможливо у зв'язку з відсутністю необхідної інформаційної бази, тому для визначення інтегрального показника оцінки фінансового стану варто використовувати дискримінантні моделі, запропоновані Міністерством фінансів та Фондом державного майна в офіційних методиках. Вибір моделі і комбінація фінансових індикаторів, що містяться у ній, залежать від виду діяльності підприємства і постійно ними уточнюються.

2.2. Методи дохідного підходу в оцінюванні вартості підприємства

Використання дохідного підходу дозволяє здійснити оцінку вартості підприємства в залежності від очікуваних доходів враховуючи те, що власність здатна генерувати грошові потоки у майбутньому. При цьому вартість підприємства безпосередньо пов'язана з теперішньою вартістю майбутніх доходів, які принесе його бізнес, що найбільше цікавить інвестора. Оскільки він вкладає гроші у діюче підприємство і купує не набір активів, що складаються з будівель, споруд, машин, устаткування, нематеріальних цінностей і т.д., а потік майбутніх грошових доходів, дозволяє йому повернути вкладені кошти, отримати прибуток та підвищити свій добробут.

Методи даного підходу передбачають використання у розрахунках ставки дисконту і ставки капіталізації, що дозволяє враховувати ризик інвестицій, можливі темпи інфляції, а також ситуація на ринку. Якщо ринкова вартість підприємства розрахована на основі майнового підходу перевищує вартість підприємства визначена методами дохідного підходу, то це свідчить про економічне застарівання бізнесу або низьку ефективність роботи команди менеджерів.

Дохідний підхід передбачає застосування методів прямої і непрямой капіталізації доходів. Різняться методи способом перетворення майбутніх доходів у вартість і тривалістю прогнозного періоду. При цьому згідно національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» дохід розглядається чистий грошовий потік.

При використанні методу непрямой капіталізації доходу (дисконтованих грошових потоків) у вартість підприємства перетворюється майбутній очікуваний дохід (грошовий потік) отриманий протягом прогнозного періоду, а також надходження від перепродажу підприємства наприкінці прогнозного періоду, який називають постпрогнозним. Метод застосовується тоді, коли очікується, що майбутні грошові потоки неоднакові за величиною, суттєво відрізняються від поточних, нестабільні протягом визначеного періоду прогнозування або якщо отримання їх обмежується у часі.

Розрахунок вартості підприємства відповідно до вказаного методу можна визначити за формулою:

$$B = \frac{ЧГП_1}{(1+i)} + \frac{ЧГП_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{ЧГП_n}{(1+i)^n} + \frac{O_{ct}}{(1+i)^{n+1}} = \sum_{k=1}^n \frac{ЧГП_k}{(1+i)^k} + \frac{O_{ct}}{(1+i)^{n+1}}$$

де B – теперішня вартість грошового потоку підприємства;

$ЧГП_1, ЧГП_2, \dots, ЧГП_n$ – майбутні чисті грошові потоки підприємства в 1, 2 .. n – роки;

i – ставка дисконтування;

n – роки прогнозного періоду;

k – порядковий номер часового інтервалу у прогнозному періоді.

O_{ct} – теперішня вартість підприємства у після прогнозний період (вартість реверсії).

На рис. 2.2 узагальнено сукупність оціночних процедур методу непрямой капіталізації, які необхідно застосувати відповідно до вітчизняного національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів».

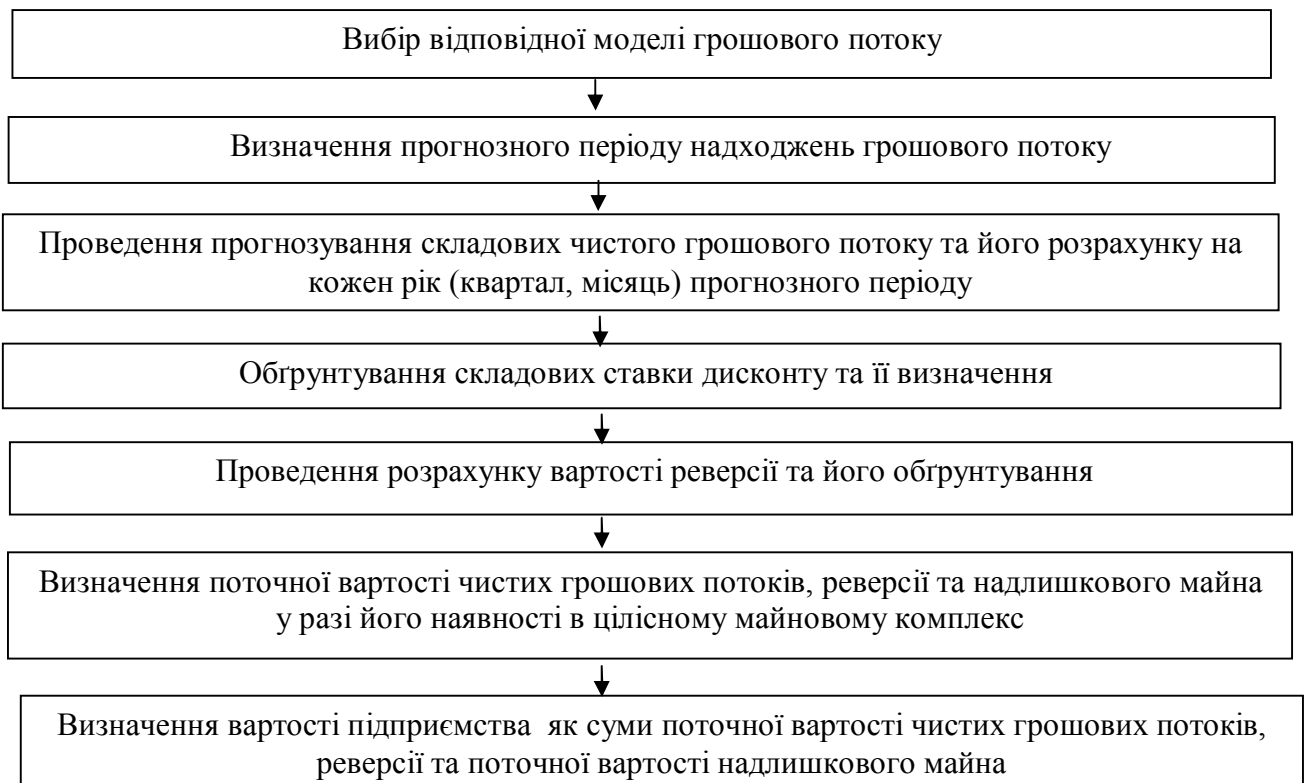


Рис. 2.2 Оціночні процедури методу дисконтування грошового потоку [63]

Оцінюючи вартість підприємства, застосовують одну з двох моделей грошового потоку: грошовий потік для власного капіталу або грошовий потік для інвестованого капіталу.

Розрахунок чистого грошового потоку для власного капіталу полягає у послідовному коригування чистого прибутку отриманого підприємством. При цьому прогнозований чистий прибуток підприємства спочатку збільшують на прогнозовану суму амортизації, що врахована у його складі, потім зменшують (збільшують) на величину прогнозованого збільшення (зменшення) робочого капіталу. Далі скоригований, таким чином, обсяг чистого прибутку зменшують на суму прогнозованих капітальних інвестицій та збільшують (зменшують) на величину приросту (зменшення) довгострокових зобов'язань за відповідний період.

При визначенні чистого грошового потоку для інвестованого капіталу не враховуються операції, пов'язані зі зміною суми довгострокових зобов'язань та сплатою відсотків за довгостроковим боргом. У зв'язку з цим модель формування чистого грошового потоку від інвестованого капіталу є наступною: величина прогнозованого чистого прибутку збільшується на прогнозовану суму амортизації, що врахована у складі витрат під час його розрахунку, зменшується на величину прогнозованого приросту робочого капіталу або збільшується на величину зменшення робочого капіталу. Така скоригована величина чистого прибутку зменшується на величину прогнозованих капітальних інвестицій за відповідний період.

Оцінювач вибирає модель грошового потоку залежно від цілей оцінювання та повноти вихідної інформації. Якщо підприємство досить рідко залучає довгострокові позикові кошти і обсяг їх незначний, то у такому разі використовують модель грошового потоку для власного капіталу. Така модель грошового потоку відображає економічний результат ведення підприємницької діяльності з врахуванням зобов'язань бізнесу. Вона дає можливість визначити той обсяг грошових коштів, які можуть бути спрямовані у розпорядження власників.

За умови постійного використання підприємством позикових коштів у великих розмірах доцільно застосовувати модель розрахунку грошового потоку для інвестованого капіталу. Така модель дозволить визначити економічний результат від ведення підприємницької діяльності без врахування боргових зобов'язань. Її застосування показує обсяг грошових коштів, які підприємство спрямовує як у розпорядження власників, так у розпорядження кредиторів.

Визначення прогностного періоду залежить від обсягу інформації, достатньої для підготовки прогнозу, що дозволяє передбачити величину грошових потоків. Прогнозний триває до тих пір, поки темпи зростання доходів підприємства не стабілізуються, передбачається, що у після прогностний період доходи будуть характеризуватися стабільними довгостроковими темпами зростання і будуть нескінченими.

У практиці країн з розвиненою ринковою економікою прогностний період для оцінки вартості підприємства може від 5 до 10 років. У країнах з перехідною економікою, в умовах нестабільності, де довгострокові прогнози є нереальним, прогностний період скорочений до 3 років. Для точності результату допускається деталізація прогностного періоду на більш короткі часові періоди: півріччя чи квартал.

Прогнозування складових грошового потоку (прибутку, капітальних інвестицій, зміни робочого капіталу, довгострокових зобов'язань) оцінювач повинен здійснювати на підставі та у взаємозв'язку з прогностними показниками діяльності підприємства. Це вимагає виконання комплексу необхідних аналітичних досліджень зовнішнього і внутрішнього середовища функціонування підприємства за напрямками відображеними у підрозділі 2.1. Під час прогнозування необхідно враховувати лише ті інвестиції, збільшення (зменшення) робочого капіталу та сум довгострокових зобов'язань, доцільність яких економічно обґрунтована в бізнес-плані підприємства, а відповідні витрати забезпечені прогнозованими внутрішніми або зовнішніми джерелами фінансування. У разі коли прогнозується (збільшення або зменшення) обсягу виробництва продукції (товарів, робіт, послуг), то під час прогнозування

складових чистого грошового потоку враховуються відповідні очікувані зміни робочого капіталу.

При прогнозуванні складових грошового потоку найчастіше використовуються метод трендів (екстраполяції). Екстраполяція полягає у вивченні закономірностей минулого періоду і їх перенесенні на майбутнє. Ця відносно відома методика передбачає побудову тренду показників. Прогнозування здійснюється з використанням середнього абсолютного приросту і середнього темпу росту показників динамічного ряду на основі розрахунку середнього абсолютного приросту, середнього темпу зростання, категорій дисперсійного аналізу, а також використовуючи середні арифметичні коефіцієнти оборотності запасів, поточної дебіторської і кредиторської заборгованості за останні кілька років.

Спрогнозуємо зміну робочого капіталу, яка закладається у прогноз чистого грошового потоку під час визначення ринкової вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків. Розрахунок проведемо використовуючи середній абсолютний приріст доходів і витрат, а також середні арифметичні коефіцієнтів оборотності запасів, поточної кредиторської заборгованості і дебіторської заборгованості за попередні п'ять років до дати оцінки на основі вихідних даних представлених у таблиці 2.2. Для розрахунку використаємо дані фінансової звітності підприємства (додатки А , Б).

Таблиця 2.2

Вихідні дані для прогнозування зміни робочого капіталу підприємства
(тис.грн.)

Показники	Роки				
	2013	2014	2015	2016	2017
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	48 500	49500	50 00	51000	49654
Собівартість реалізованої продукції	38 800	39600	40400	41200	42000
Середній розмір запасів	3100	3160	3215	3275	3335
Середній обсяг поточної дебіторської заборгованості	6405	6520	6635	6750	6865
Середній обсяг поточної кредиторської заборгованості	8110	8250	8390	8525	8665

Активи підприємства, обслуговуючи неперервний процес відтворення, знаходяться у постійному русі. Оборотність активів характеризується коефіцієнтом оборотності – KO_A . Він вказує на середнє число оборотів, котрі здійснює активи за аналізований період, перетворюючись із грошової форми у матеріальну (продуктивну), а потім у товарну, а потім знову у грошову.

Коефіцієнт оборотності активів розраховують за формулою:

$$KO_A = \frac{OP}{\bar{A}},$$

де: KO_A – коефіцієнт оборотності активів за відповідний період;

OP – обсяг реалізації за відповідний період;

\bar{A} – середня вартість активів.

Середня вартість активів у цілому чи окремих їх складових розраховується за формулою середньої хронологічної. При цьому, чим більше часових інтервалів використано для розрахунку, тим точнішим буде середній залишок активів і коефіцієнт оборотності. При розрахунку цього показника, за даними річного балансу, використовують формулу середньої арифметичної.

Спрогнозуємо дохід від реалізації продукції підприємства на основі середнього абсолютного приросту за формулою:

$$Y_{\text{прог}} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1)$$

$Y_{\text{прог}}$ – прогнозне значення показника;

Y_0 – початковий рівень динамічного ряду;

$\bar{\Delta Y}$ – середній абсолютний приріст показника, що прогнозується;

t – порядковий номер дати (року, кварталу, місяця).

Так, прогнозний обсяг доходу від реалізації продукції аналізованого підприємства на 2018 рік складе:

$$Y_{\text{прог}_1} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1) = 48500 + \left(\frac{49500 - 48500 + (50500 - 49500) + (51500 - 50500) + (52500 - 51500)}{4} \right) \times (6 - 1) = 53500$$

$$Y_{\text{прог}_2} = 48500 + \left(\frac{49500 - 48500 + (50500 - 49500) + (51500 - 50500) + (52500 - 51500)}{4} \right) \times (7 - 1) = 54500$$

$$Y_{\text{проз}_3} = 48500 + \left(\frac{49500 - 48500 + (50500 - 49500) + (51500 - 50500) + (52500 - 51500)}{4} \right) \times (8 - 1) = 55500$$

Спрогнозуємо собівартість реалізованої продукції.

$$Y_{\text{проз}_1} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1) = 38800 + \left(\frac{39600 - 38800 + (40400 - 39600) + (41200 - 40400) + (42000 - 41200)}{4} \right) \times (6 - 1) = 42800$$

$$Y_{\text{проз}_2} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1) = 38800 + \left(\frac{39600 - 38800 + (40400 - 39600) + (41200 - 40400) + (42000 - 41200)}{4} \right) \times (7 - 1) = 43600$$

$$Y_{\text{проз}_3} = Y_0 + \bar{\Delta Y} \times (t - 1) = 38800 + \left(\frac{39600 - 38800 + (40400 - 39600) + (41200 - 40400) + (42000 - 41200)}{4} \right) \times (8 - 1) = 44400$$

Для розрахунку прогнозованого обсягу активів скористаємося наступною формулою:

$$\bar{A} = OP \times KO_A$$

Результати розрахунку прогнозованих значень приросту робочого капіталу узагальнимо в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

Розрахунок прогнозний значень приросту робочого капіталу підприємства

№	Показники	Роки			
		На дату оцінки	2018	2019	2020
1	Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції, тис.грн	-	53500	54500	55500
2	Собівартість реалізованої продукції, тис.грн	-	42800	43600	44400
3	Середнє значення коефіцієнта оборотності запасів, рази	-	12,558	12,558	12,558
4	Середнє значення коефіцієнта оборотності поточної дебіторської заборгованості, рази	-	7,610	7,610	7,610
5	Середнє значення коефіцієнта оборотності поточної кредиторської заборгованості	-	6,020	6,020	6,020
6	Прогнозний обсяг запасів, тис.грн	3930	3408,19	3471,89	3535,60
7	Прогнозний обсяг поточної дебіторської заборгованості, тис.грн	7070	7030,22	7161,63	7293,04
8	Всього прогнозований обсяг оборотних активів, тис.грн.	11000,00	10438,41	10633,52	10828,64
9	Прогнозований обсяг поточної кредиторської заборгованості, тис.грн	10280,00	8887,04	9053,16	9219,27
10	Обсяг робочого капіталу, тис.грн.	720,00	1551,37	1580,36	1609,37
11	Приріст робочого капіталу, тис.грн.	-	831,37	28,99	29,01

При розрахунку чистого грошового потоку приріст робочого капіталу слід віднімати від базового елементу розрахунку.

В економічному сенсі в ролі ставки дисконту виступає необхідна інвесторам ставка доходу на вкладений капітал в порівнянні за рівню ризику об'єкти інвестування або це необхідна ставка доходу за наявними альтернативним варіантам інвестицій з порівнянним рівнем ризику на дату оцінки. З математичної точки зору – це відсоткова ставка, яка застосовується для перерахунку грошового потоку, у тому числі вартість реверсії у величину поточної, що є базою для визначення ринкової вартості підприємства.

Згідно з національним стандартом № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» при розрахунку грошового потоку для власного капіталу ставку дисконту розраховують за допомогою методу кумулятивного побудови, а при розрахунку грошового потоку для інвестованого капіталу – метод середньозваженої вартості капіталу.

Метод кумулятивної побудови полягає в тому, що до безризикової ставки доходу додається компенсаційні премії за додатковий ризик, пов'язаний з інвестиціями у дане підприємство, у конкретний бізнес.

У західній практиці безризиковим є дохід по довгострокових урядових облігаціях з терміном погашення 10 років, оскільки даний вид інвестицій є найменш ризикованим і рівень їх дохідності періодично публікується в ЗМІ. У державах з нестабільною грошовою одиницею та незбалансованим бюджетом такий підхід застосувати неможливо, бо частка ризикової складової в нормі доходу по державних цінних паперах є досить висока. Тому, наступним пріоритетом залишаються депозити у вільно конвертованій валюті у найбільш надійних комерційних банках України з іноземним капіталом, які мають розгалужену мережу філій. Річна процентна ставка по депозитних вкладах для юридичних осіб у таких банках залежно від умов та розмірів вкладень складає від 6 до 9%. Саме таку ставку можна використати як безризикову.

Компенсаційні премії за додатковий ризик, пов'язаний з інвестиціями у дане підприємство, у конкретний бізнес визначаються певними факторами, а

саме: керівний склад, якість управління; розмір підприємства; фінансовий стан підприємства; товарна, територіальна та клієнтурна диверсифікація; інші фактори. Методика розрахунку ставка дисконту методом кумулятивної побудови подана в [72].

Згідно з методом середньозваженої вартості капіталу ставка дисконту розраховується за формулою [15]:

$$WACC = K_s \cdot W_s + K_d \cdot W_d \quad)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу (%); K_s – вартість власного капіталу (%); W_s – частка власного капіталу, виражена десятковим дробом; K_d – вартість позикового капіталу (%); W_d – частка позикового капіталу, виражена десятковим дробом.

Реверсія є залишковою вартість підприємства після припинення надходження потоку доходів. Реверсія може бути отримана після закінчення строку економічного життя підприємства або при його перепродажу до закінчення цього терміну. Вартість реверсії визначають за моделлю Гордона за формулою:

$$O_{ct} = \frac{ЧГП_{(t+1)}}{(i - g)}$$

O_{ct} – вартість реверсії (вартість в постпрогнозний період);

$ЧГП_{(t+1)}$ - чистий грошовий потік доходів за перший рік постпрогнозного періоду;

i – ставка дисконту;

g – середні довгострокові темпи зростання чистого грошового потоку доходів.

Згідно з приведеною формулою чистий грошовий потік після прогнозного періоду капіталізується у показники вартості за допомогою коефіцієнта капіталізації, розрахованого як різниця між ставкою дисконту і середніми довгостроковими темпами зростання чистого грошового потоку доходів. За

відсутності темпів зростання коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту.

Необхідно визначити ринкову вартість підприємства методом дисконтування грошових потоків. У розрахунках застосуємо модель чистого грошового потоку для інвестованого капіталу. Дисконтування чистих грошових потоків проведемо на середину періоду. Дисконтування реверсії будемо здійснювати на початок періоду, що настає за прогнозним. Вихідні та розрахункові дані узагальнимо в таблицю 2.4.

Таблиця 2.4

Розрахунок вартості підприємства методом дисконтування грошових потоків для інвестованого капіталу

№	Показники	Роки			Після прогнозного періоду
		2018	2019	2020	
1	Чистий прибуток	574,82	606,27	639,55	
2	Амортизація	21,81	22,90	24,05	
3	Капітальні інвестиції	87,00	50,00	-	
4	Приріст власного оборотного капіталу (робочого капіталу)	831,37	28,99	29,01	
5	Витрати на обслуговування довгострокового боргу	10,0	11,0	12,3	
6	Чистий грошовий потік	681,63	677,57	662,67	
7	Реверсія				4214,47
8	Номер періоду прогнозу	1	2	3	
9	Коефіцієнт дисконтування	0,92450	0,79017	0,67536	
10	Коефіцієнт поточної (теперішньої) вартості для реверсії				0,45611
11	Поточна (теперішня) вартість грошового потоку	630,17	535,40	447,54	1922,26
12	Надлишкові активи	18,0			
13	Вартість бізнесу за грошовим потоком для інвестованого капіталу	3553,37			

Після визначення попередньої величини вартості підприємства для отримання остаточної величини ринкової вартості необхідно внести підсумкові поправки. Серед них виділяються поправку на величину вартості нефункціонуючих активів (надлишкового майна). Вона ґрунтується на тому, що

при розрахунку вартості враховуються активи підприємства, які беруть участь у виробництві, отриманні прибутку, тобто у формуванні грошового потоку. Але у будь-якого підприємства в кожен конкретний момент часу можуть бути активи, які не використовуються безпосередньо у виробництві. Тут їх вартість не бере участі у формуванні грошового потоку, але це не означає, що вони не мають вартості. На даний час у багатьох вітчизняних підприємствах є в наявності такі нефункціонуючі активи, які можуть бути реалізовані. Тому необхідно визначити ринкову вартість таких активів і врахувати при визначенні вартості підприємства.

При використанні методу прямої капіталізації доходу у вартість підприємства перетворюється дохід (грошовий потік) за один часовий період (рік, квартал, місяць, операційний цикл). При цьому очікується, що майбутні чисті доходи (грошові потоки) приблизно будуть рівні поточним або темпи їх зростання будуть помірними, передбачуваними, необмеженими в часі. Причому доходи будуть досить значними, тобто бізнес буде стабільно розвиватися. Часто цей метод використовується для спрощення та прискорення розрахунку вартості підприємства.

У формалізованому вигляді розрахунок вартості підприємства за допомогою методу прямої капіталізації можна представити так:

$$B = \frac{ЧОД}{K}$$

де B – оціночна вартість;

$ЧОД$ – чистий операційний дохід, який розглядається як чистий грошовий потік визначається як різниця між прогнозованою сумою надходжень від використання об'єкта оцінки після вирахування всіх витрат, пов'язаних з його отриманням за визначений проміжок часу (як правило, за рік);

K – відповідний коефіцієнт капіталізації.

Таким чином, вартість власності є відношенням доходу, створеного цією власністю протягом певного періоду, до коефіцієнта капіталізації або

коефіцієнт капіталізації є відношенням доходу, отриманого за певний період, до середньої за цей же період вартості власності, що створила цей дохід, а саме:

$$K = \frac{ЧОД}{B}$$

Оціночні процедури визначення вартості підприємства методом прямої капіталізації узагальнені на рис. 2.2.



Рис. 2.2. Оціночні процедури методу прямої капіталізації доходу [63]

Застосування методу прямої капіталізації доходу, перш за все, потребує збирання та опрацювання зовнішньої і внутрішньої інформації, встановлення періоду капіталізації чистого грошового потоку. Таким періодом може бути рік, квартал, місяць, операційний цикл. Під останнім розуміють проміжок часу між придбанням запасів для здійснення діяльності та отриманням коштів від реалізації виробленої з них продукції або товарів і послуг. Далі потрібно встановити величину доходів за попередні періоди, визначити тенденцію їх зміни у майбутньому і розраховуються їх прогностичні значення, які служать основою для розрахунку чистого грошового потоку за це період, визначити вплив макроекономічних факторів на вартість підприємства і врахувати їх при розрахунку вартості бізнесу, виявити активи (надлишкові активи), що беруть участь в даному бізнесі. Розрахунок чистого грошового потоку здійснюється

прямим методом: прогнозована сума надходження від діяльності підприємства зменшується на суму всіх витрат, пов'язаних з отримання цієї суми.

Важливим є обґрунтування ставки капіталізації. Її можна вивести із ставки дисконту шляхом вирахування очікуваних середньорічних темпів зростання доходу. Відповідно для одного і того ж підприємства ставка капіталізації звичайно нижча, ніж ставка дисконту. Отже, щоб визначити ставку капіталізації, треба спочатку розрахувати відповідну ставку дисконту, використовуючи метод кумулятивної побудови або метод середньозваженої вартості капіталу. За відсутності темпів зростання чистого операційного доходу коефіцієнт капіталізації буде дорівнювати ставці дисконту.

Вартість підприємства розраховується шляхом ділення чистого операційного доходу як чистого грошового потоку на ставку капіталізації і збільшення отриманого результату на вартість надлишкового майна (у разі його наявності).

2.3. Оцінка вартості підприємства методами ринку капіталу та ринкових угод

При використанні методу ринку капіталів до оцінки підприємства (бізнесу) передбачається припущення про рівноцінність його ринкової вартості ринковій капіталізації або можливій ринковій капіталізації з урахуванням вартості прав контролю. Оскільки ринкова капіталізація є ринковою вартістю акцій підприємства і визначається як добуток ринкового курсу однієї акції на загальну кількість акцій, то цей метод ґрунтується на аналізі кон'юнктури фондового ринку, а точніше на аналізі угод, які укладені з акціями даного підприємства.

Ринковою (курсовою) ціною акції є ціна, за якою акція продається та придбавається на вторинному ринку. Котирування акцій на фондовому ринку передбачає існування двох цін: ціна придбання, за якою покупець хоче придбати акції (ціна попиту); ціна пропозиції, за якою власник або емітент хоче продати акції (ціна пропозиції). Ціна реальної продажу акцій, тобто звана

курс (ринкова) ціна виконання угоди заходиться між ними. Біржовий курс визначається рівноважним співвідношенням попиту і пропозиції.

За умов функціонування ефективного ринку, який характеризується відсутністю надзвичайних, нетипових обставин, ринкова вартість вимірюється поточними цінами угод, укладеними протягом короткострокового періоду. Протягом торгового дня на фондовій біржі ціна продажу акції змінюється. Ціна, за якою здійснюється перша угода купівлі-продажу, називають ціною відкриття, останню – ціною закриття. Встановлюється вища, нижча і середня за період (тиждень, місяць, квартал, рік) ціни на акцію. Це дозволяє визначити тенденцію ринкової ціни акцій. Показник, який характеризує середню ціну акцій певної сукупності підприємств, прийнято називати біржовим індексом. Він дозволяє інвесторам, що інвестують гроші у цінні папери, оцінити стан фондового ринку в цілому та цінних паперів окремих підприємств.

Ринковий курс однієї акції встановлюється з використанням даних про останню угоду, яка укладена у день, який визначений як дата оцінки. Якщо укладені угоди у цей день відсутні, то використовують інформацію про останню укладену угоду до дати оцінки, на яку визначається курс. При цьому, у звіті про оцінку обґрунтовують можливість використання такої інформації.

Можлива ринкова капіталізація цілісного майнового комплексу дорівнює добутку фінансово-економічних показників діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, на відповідні мультиплікатори, визначені на підставі інформації про подібні підприємства, виходячи з цін продажу (пропонування) їх цілісних майнових комплексів.

Метод ринкових угод (або метод порівняльного аналізу продаж, метод операцій) базується на припущенні еквівалентності вартості підприємства цінам продажу схожих підприємств. Базовим показником при використанні даного методу є ціни продажу та ціни пропонування схожих підприємств або ціни продажу та ціни пропонування їх корпоративних часток (у т.ч. акцій).

Процес оцінювання вартості підприємства варто узагальнити у вигляді певних етапів.

На першому етапі оцінювач формує сукупність критеріїв схожості для вибору підприємств-аналогів. Такі критерії відбору можна розділити на кілька груп [80].

1. Галузева приналежність (схожість). Оцінювач розглядає підприємства, що працюють в одній галузі та присутні у тому ж сегменті ринку, що і оцінюване підприємство. При цьому враховують:

- ідентичність виробленої продукції;
- завершеність та гнучкість виробничого циклу (можливість переналагодження та модернізації основних засобів);
- рівень диверсифікації виробництва;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- ділова репутація;
- умови економічної діяльності (положення на ринку, рівень конкуренції і т.п.).

2. Величина (розмір) підприємства. При цьому враховують:

- показники підприємства: обсяг виробленої продукції, дохід, прибуток, кількість працівників, організаційна структура діяльності і т.п.;
- географічне розташування. Розвинена інфраструктури, доступ до ресурсів та споживачів, зазвичай, призводить до підвищення фінансової стійкості підприємства і до зменшення підприємницького ризику;
- економічну ефективність. Зростання економічної ефективності великих за розміром підприємств за рахунок отримання знижок на поставку великих партій матеріальних ресурсів і їх стабільності можуть призводити до більш високих фінансових результатів, що збільшує їх вартісні мультиплікатори. Однак великі підприємства володіють досить громіздкою структурою управління, мають більш високі постійні витрати та інші причини зниження ефективності, що може призвести до зниження вартісних мультиплікаторів;
- цінову політику. Великі за розміром підприємства за рахунок високих обсягів реалізації можуть знижувати ціни, навіть встановлювати демпінгові

ціни, як ринкові лідери встановлювати високі ціни на свою продукцію, що зумовлює ріст вартісних мультиплікаторів .

3. Фінансовий стан підприємства. Необхідно оцінити фінансовий стан оцінюваної підприємства і підприємств-аналогів за такими напрямками як:

- структура капіталу. Ріст частки позикових коштів ріст фінансового ризику і зниження вартість підприємства;

- ліквідність (як співвідношення активів і зобов'язань підприємства) та його кредитна історія. Чим вище кредитний статус підприємства, тим вища його вартість.

5. Якість управління. Оцінити його можна шляхом зіставлення основних показників діяльності підприємства з середньогалузевим рівнем. За результатами порівняння оцінку роботи менеджменту можна вважати: більш успішною, ніж у середньому у галузі, менш успішною або відповідною.

6. Організаційно-правову форму господарювання (ПАТ, ПрАТ, ТОВ, інші форми).

На другому етапі оцінювач збирає фінансову та ринкову інформації по оцінюваному підприємству і підприємству-аналогу.

Фінансова інформація збирається по оцінюваному підприємству та підприємствах-аналогах за останні 3-5 років, за поточний рік. На підставі зібраної фінансової інформації визначаються ідентичність систем бухгалтерського обліку, оподаткування, виявляються можливі розбіжності та приймається рішення про необхідність коригувань, або ж рішення про неможливість застосування даного методу.

Ринкова інформація повинна бути представлена даними про фактичні ціни купівлі-продажу підприємств, корпоративних часток підприємств, які схожі до оцінюваного підприємства. На можливість отримати інформацію впливає рівень розвитку товарного і фондового ринку. Недивлячись на те, що формування вітчизняного фондового ринку триває, існує ряд агентств, що публікують щоденні дані про становище фінансових ринків, пропозиції щодо купівлі-продаж цінних паперів, цілісних майнових комплексів або їх

корпоративних часток, дослідження фондової активності найбільших вітчизняних і зарубіжних підприємств.

На третьому етапі оцінювач спочатку складає список потенційних підприємств-аналогів. Якщо оцінювачу потрібна додаткова інформація, крім офіційної, то він повинен зібрати її безпосередньо на підприємстві. Дана обставина досить часто веде до скорочення кінцевого списку підприємств-аналогів через відмову деяких керівників у наданні інформації. Результатом третього етапу має бути затверджений список підприємств-аналогів.

На четвертому етапі здійснюється розрахунок цінових мультиплікаторів, які відображають співвідношення між ринковою ціною підприємства або його корпоративною часткою та певною розрахунковою базою. Як розрахункова база використовується система вартісних і натуральних фінансово-економічних показників. Потім на підставі мультиплікатора визначається вартість оцінюваного підприємства або його корпоративної частки. Для цього величину мультиплікатора множать на той же базовий показник, але вже оцінюваного підприємства і, здійснивши певні коригування залежно від конкретних обставин, отримують його вартість.

Розрахункова фінансова база представлена такими показниками як: дохід, валовий, операційний або чистий прибуток, грошовий потік, вартість активів і т.п. за певний період часу або за станом на дату оцінки. База натуральних показників – це показники, які вимірюються натуральних вимірниками, наприклад, обсяг продукції у тонн, кг, м³ і т.д. Основною умовою застосування розрахункової бази є відповідність баз аналога та оцінюваного підприємства.

Мультиплікатори розраховані на основі вартісних фінансово-економічних є найбільш поширеними при визначенні вартості підприємства, тому, що вихідна інформація для їх обчислення є найбільш доступною. В оцінній практиці використовуються два типи мультиплікаторів: інтервальні; моментні.

Основними інтервальними мультиплікаторами, які визначаються за період є: ціна / прибуток; ціна / грошовий потік; ціна / дивідендні виплати; ціна / дохід від реалізації.

Моментні мультиплікатори визначаються на дату оцінки, а саме: ціна/балансова вартість активів; ціна/чиста вартість активів; ціна/необоротні активи.

Мультиплікатор ціна /прибуток є співвідношенням, яке відображає взаємозв'язок між ринковою ціною статутного (акціонерного) капіталу підприємства та її чистим прибутком валовим, операційним прибутком, прибутком до сплати податків. При використанні цього співвідношення ціна підприємств-аналогів, ціна акції (пакета акцій) підприємств-аналогів ділиться на їх величину прибутку за певний період часу. Потім для отримання вартості такої ж частини статутного капіталу оцінюваного підприємства цей мультиплікатор множиться на розмір його прибутку за той самий період часу.

На основі чистого прибутку краще оцінювати великі підприємства зі схожими податковими умовами. На основі прибутку до сплати податків варто оцінювати малі підприємства, оскільки у цьому випадку нівелюється вплив відмінностей у схемі оподаткування.

Мультиплікатор ціна прибуток доцільно використовувати, якщо у складі активів підприємства є високою питома вага оборотних активів або високий рівень зносу основних засобів.

Мультиплікатор ціна/грошовий потік є співвідношенням співвідношення ціни підприємств-аналогів, ціни акції (пакета акцій) підприємств-аналогів та грошового потоку за певний період часу. При цьому розрахунок грошового потоку підприємств-аналогів і оцінюваного підприємства повинен проводитися за однаковим алгоритмом. Такий мультиплікатор ціна досить часто застосовують в оцінці фондомістких підприємств, підприємств з великим обсягом необоротних активів, збиткових, проблемних підприємств з невеликим обсягом прибутку.

Мультиплікатор ціна/дивіденди є співвідношенням ціни акції підприємства-аналога та величини річних дивідендів, що припадають на одну акцію. Застосування такого мультиплікатора вимагає однакової організаційно-правової форми господарювання підприємств-аналогів і оцінюваного підприємства, однакової структури фінансового портфеля (співвідношення

звичайних та привілейованих акцій); однакової дивідендної політики (подібні умови, обсяги виплат і т.п.).

Мультиплікатор ціна/дохід від реалізації є співвідношенням ціни підприємств-аналогів, ціни акції (пакета акцій) підприємств-аналогів та доходу (виручки) за певний період часу. При використанні такого мультиплікатора необхідно враховувати структуру капіталу оцінюваного підприємства та підприємства-аналога. Якщо вони істотно відрізняються, то як фінансову базу для розрахунку мультиплікатора краще використовувати обсяг активів.

Мультиплікатор ціна/балансова вартість активів (або чистих активів) є співвідношенням ціни підприємств-аналогів, ціни акцій (пакета акцій) підприємств-аналогів та величини їх балансової вартості активів на дату оцінки. Чисті активи визначаються як різницю між ринковою вартістю активів та ринковою вартістю боргових зобов'язань підприємства на дату оцінки. При цьому ринкова вартість активів може бути вищою або нижчою від їх балансової вартості на дату оцінки, а ринкова вартість боргових зобов'язань, як правило, дорівнює їх балансовій вартості. Такий мультиплікатор часто використовую, коли підприємство володіє великим обсягом активів, або їх невелика або відсутня.

У випадку застосування мультиплікатора ціна/фізичний обсяг ціни підприємств-аналогів, ціни акцій (пакета акцій) підприємств-аналогів зіставляється не з вартісними, а натуральними показниками: обсягом випуску, розміром виробничих площ, кількістю встановленого обладнання і т.п.

При оцінюванні вартості акціонерного товариства мультиплікатори розраховуються виходячи з ціни однієї акції, але можуть визначатися на основі вартості міноритарного, контрольного і навіть повного пакету акцій (без урахування привілейованих акцій).

У процесі оцінки оцінювач прагне обчислити значне число мультиплікаторів, отже, в процесі розрахунку буде отримано стільки ж варіантів вартості, істотно відмінних один від одного. Це дозволить оцінювачу підвищити обґрунтованість процесу оцінювання. У зв'язку з цим оцінювач на

останньому етапі формує підсумкову вартість підприємства. Узагальнення проміжних результатів та формування підсумкової величини вартості здійснюється з використанням середніх величин. Якщо оцінювач як підсумкову величину запропонує просту середню всіх отриманих величин, то це буде означати, що він однаково довіряє всім мультиплікаторам. Однак, оцінювач може залежно від конкретних умов, цілей і об'єкту оцінки, рівня довіри до тієї або іншої інформації присвоїти кожному мультиплікатору свій коефіцієнт важливості. Тоді підсумкова величина вартості буде дорівнювати сумі добутків кількісного значення мультиплікатора на його коефіцієнт важливості.

Крім того підсумкова величина вартості підприємства або її корпоративної частки може бути порахована як медіанне значення цін продажу, тобто середнє значення для ранжованого ряду добутків в по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта, як модальне для ранжованого ряду добутків в по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта (найбільш поширене значення).

Визначимо ринкову вартість 43% корпоративної частки учасника при виході із товариства «Інтеграл» методом угод порівняльного підходу на базі моди. Під час розрахунку застосовуємо такі ринкові мультиплікатори як: ціна/необоротні активи; ціна/активи; ціна/власний капітал; ціна/чистий дохід. Вихідні дані з використанням фінансової звітності (додатки А, Б) подано в таблиці 2.5.

Підсумкова величина вартості 43% корпоративної частки підприємства розрахована як мода ранжованого ряду добутків в по групі об'єктів-аналогів на фінансову базу оцінюваного об'єкта складає 11017 тис. грн. Така вартість може бути взята за основу для проведення подальших коригувань.

Найсуттєвішими з яких є такі поправки [26]:

- врахування обсягу переданих прав контролю над оцінюваним підприємством. Якщо базовим показником є ціна продажу чи пропонування корпоративної частки підприємства, попередньо її коригують на розмір контрольної надбавки (знижки) для врахування прав контролю за

стовідсотковою корпоративною часткою. Після чого визначають мультиплікатори.

Таблиця 2.5

Розрахунок вартості 43% корпоративної частки підприємства

№	Показник	Об'єкт оцінки	Аналог 1	Аналог 2	Аналог 3	Аналог 4
1	2	3	4	5	6	7
1	Ціна продажу, тис.грн.		26414	14640	25620	17973
	Розмір корпоративної частки, яка продається	43,00	36,95	78,75	51,00	22,40
2	Розмір коефіцієнтів, які враховують контрольні надбавки (контрольні знижки) залежно від розміру корпоративної частки (встановлюється експертним шляхом)	-	1,00	0,80	0,90	1,10
3	Фінансові показники:					
5	Вартість необоротних активів, тис.грн.	37576	40626	22814	38930	27328
8	Вартість власного капіталу, тис.грн	43066	44401	25000	43066	30212
6	Вартість всіх активів, тис.грн	47946	50630	28426	48048	33916
7	Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), тис.грн	49654	50020	28060	84790	33550
8	Мультиплікатори, рази	-				
9	ціна/необоротні активи	-	0,65018	0,64711	0,65810	0,65768
10	ціна/власний капітал	-	0,59490	0,58560	0,59490	0,59490
11	Ціна/активи	-	0,52171	0,51502	0,52640	0,52993
12	Ціна/чистий дохід	-	0,52807	0,52174	0,53322	0,53571
13	Прогнозна вартість об'єкта оцінки з врахуванням ступеня контролю над підприємством, який набуде інвестор, придбавши частку в капіталі:					
14	За мультиплікатором «ціна/необоротні активи»		10505	10456	10633	10627
15	За мультиплікатором «ціна/власний капітал»		11017	10844	11017	11017
16	За мультиплікатором «ціна/активи»		10756	10553	10853	10925
17	За мультиплікатором «Ціна/чистий дохід»		11288	11140	11385	11439
	Мода значень вартості частки в капіталі підприємства, тис.грн.	11017				

- низька ліквідність (контрольний пакет акцій вимагає знижку за недостатню ліквідність, ніж міноритарний);
- портфельна знижка надається за наявності непривабливого для покупця характеру диверсифікації виробництва;
- наявність значних активів не виробничого призначення;
- недостатність власного оборотного капіталу;
- потреба у капітальних інвестиціях, яка може виникнути внаслідок технічного переоснащення виробництва. Якщо в процесі фінансового аналізу виявлена або недостатність власного оборотного капіталу, або екстрена потреба в капітальних інвестиціях, отриману величину необхідно відняти від вартості бізнесу. Коригування здійснюється на основі оцінки технічного стану та інвентаризації майна.

Незважаючи на явну простоту методів, їх застосування вимагає високої кваліфікації і професіоналізму оцінювача, оскільки передбачає внесення достатньо складних коригувань для забезпечення максимальної зіставності оцінюваного підприємства з аналогами. Крім того, оцінювач повинен визначити пріоритетні критерії зіставності, виходячи з конкретних умов, цілей, якості інформації.

РОЗДІЛ 3

МАЙНОВИЙ ПІДХІД ДО ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Особливості та методи оцінювання вартості нерухомого та рухомого майна

Майновий підхід до оцінювання вартості підприємства передбачає використання таких методів як метод накопичення активів (або метод чистих активів) та метод ліквідаційної вартості.

Згідно національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів» метод накопичення активів ґрунтується на визначенні чистої вартості активів цілісного майнового комплексу. Для розрахунку чистої вартості активів знаходять різницю між ринковою вартістю активів підприємства та вартістю його зобов'язань. Така різниця визначається на дату оцінки, тому базову формулу даного методу можна представити наступним чином: власний капітал = активи - зобов'язання. У результаті постає завдання: оцінити вартість кожної складової активу балансу та зобов'язань. Така обставина зумовлює визнання методу як найбільш трудомісткого в оцінці з позицій процедури оцінювання.

Визначення вартості активів та зобов'язань підприємства на дату оцінки здійснюється з врахуванням наступних особливостей [63]:

- основні засоби, нематеріальні активи, незавершені капітальні інвестиції, оцінюють з використанням ринкової або неринкових видів вартості;
- довгострокову та поточну дебіторську заборгованість, дебіторську заборгованість забезпечену векселями одержаними оцінюють з урахуванням строку їх повернення та ймовірності такого повернення;
- запаси оцінюють, виходячи з балансової вартості (якщо їх поточна вартість дорівнює вартості, яка відображена у балансі), в інших випадках – на основі їх ринкової вартості;
- довгострокові і поточні фінансові інвестиції оцінюються виходячи з їх ринкової вартості;
- поточна вартість довгострокових та поточних зобов'язань дорівнює

вартості, яка міститься у балансі, або розраховується шляхом дисконтування сум (основний борг та відсотки), які підлягають погашенню у відповідних періодах, за обґрунтованою для кожного із них ставкою дисконту. Слід врахувати, що у балансі довгострокова дебіторська заборгованість і довгострокові зобов'язання відображаються за їхньою теперішньою вартістю. Остання відображає дисконтовану суму майбутніх платежів, як очікується, отримати або знадобиться для погашення зобов'язання у процесі функціонування підприємства.

Вартість підприємства з використанням методу ліквідаційної вартості передбачає розрахунок доходу, який планують отримати від процесу ліквідації підприємства на основі продажу його активів. Такий дохід збільшують на суму поточної вартості грошових потоків, які очікують отримати від продовження господарської діяльності підприємства, у період ліквідації (у випадку її здійснення). У період ліквідації підприємство несе пов'язані з нею витрати. За таких умов обсяг прогнозованого доходу зменшують на суму поточної вартості зобов'язань цього підприємства і витрат, пов'язаних з його ліквідацією.

Застосування даного методу вимагає від оцінювача врахування деяких особливостей процесу ліквідації. Якщо ліквідація здійснюється за рішенням власника і строк експозиції майна, яке продається дорівнює строку експозиції подібного майна, то таке майно оцінюється згідно вимог методу чистих активів. За таких умов визначається упорядкована ліквідаційна вартість. При ліквідації підприємства за рішенням суду примусове відчуження активів підприємства здійснюють у строк, який є значно коротшим, ніж строк експозиції подібного майна оцінювач визначає примусову ліквідаційна вартість. Її величина значно менша, ніж упорядкована ліквідаційна вартість.

Застосування методу ліквідаційної вартості передбачає ряд оціночних процедур. Спочатку розробляють календарний графік продажу активів, адже різні види активів характеризуються різним періодом ліквідності. Потім визначаються очікувані доходи від продажу активів за ліквідаційний період, які збільшують поточну вартість грошових потоків, які планують отримати від

ведення господарської діяльності підприємства під час ліквідації (за умови її здійснення), суму очікуваного повернення дебіторської заборгованості. Розрахований, таким чином, дохід зменшують на величину витрат, пов'язаних з ліквідацією підприємства відповідно до календарного графіка. Такими витратами є витрати пов'язані з роботою підприємства у період ліквідації, витрати на оплату робіт ліквідаційної комісії, витрати зумовлені виконанням фінансових зобов'язань перед кредиторами, юридичні, ріелторські, аудиторські, оціночні послуги, тощо. Далі розраховують поточну (теперішню) вартість ймовірного результату ліквідації підприємства з врахуванням ставки дисконту, що враховує пов'язаний з цим продажем ризик

Таким чином, оцінка вартості нерухомості, машин та обладнання, нематеріальних активів, цінних паперів є проміжним етапом у загальній оцінці вартості підприємства при використанні майнового підходу.

Нерухомість слугує базою для господарської діяльності і розвитку підприємств і організацій усіх форм власності. Нерухомим майном підприємства є земельна ділянка і земельні поліпшення.

Згідно із стандартом 2 «Оцінка нерухомого майна» вартість земельних ділянок, що містять земельні поліпшення, або земельних поліпшень із застосуванням методів витратного підходу передбачає таку послідовність оціночних процедур [61]:

- визначення ринкової вартості земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання;
- визначення вартості відтворення або вартості заміщення земельних поліпшень;
- розрахунок величини зносу (знецінення) земельних поліпшень;
- визначення залишкової вартості заміщення (відтворення) об'єкта оцінки як різниці між вартістю заміщення (відтворення) та величиною зносу земельних поліпшень, збільшеної на величину ринкової вартості земельної ділянки (прав, пов'язаних із земельною ділянкою) під час її існуючого використання.

Витратний підхід до оцінювання об'єктів нерухомості реалізується за допомогою різних методів.

Метод кошторисного розрахунку передбачає вивчення об'єкта оцінки на основі формування повного кошторису витрат на його створення. Метод вартості конструктивних елементів дозволяє визначити вартість об'єкта нерухомості на основі даних про вартість його елементів. Ними можуть бути: фундамент, стіни, перегородки, перекриття, покрівля, інженерне устаткування, обладнання та ін. Метод питомих витрат передбачає визначення витрат на створення одиничного показника вибраного об'єкта-аналога і його подальшого збільшення відповідно до кількості таких показників, що містяться в об'єкті оцінювання. Такими одиничними показниками можуть бути (1 квадратний метр, 1 погонний метр, 1 кубічний метр і т. п.).

Залишкова вартість заміщення (відтворення) нерухомості передбачає врахування суми його зношеності. Під зносом в процесі оцінювання розуміють втрату об'єктами нерухомості (будівлями, спорудами) їх вартості через вплив різних чинників. Розрізняють фізичний, функціональний та економічний види зносу об'єктів нерухомості.

Під фізичним розуміють знос обумовлений впливом фізичних, кліматичних чинників, неправильною експлуатацією об'єкта нерухомості, що призводить до часткового або повного руйнування об'єкта оцінювання. Функціональний знос ще можна назвати моральним. Він відображає зменшення вартості об'єкта через його невідповідність сучасним вимогам, які висуваються до таких об'єктів. Соціально-економічні фактори зовнішнього середовища зумовлюють існування економічного зносу.

Для оцінювання зносу земельних поліпшень національний стандартом № 2 «Оцінка нерухомого майна» пропонується використання методу розбивки, або методу строку життя.

Оцінимо величину сукупного зносу цеху підприємства відновлювальна вартість якого становить 1200 тис. грн. із застосуванням методу розбивки на основі на наступних даних. Віконні рами, що були встановлені в процесі

будівництва приміщення цеху № 2 повністю зносилися. Необхідна заміна цих віконних рам на нові. Витрати на заміну оцінюються в 20 тис. грн. Розміри внутрішніх приміщень цеху № 2 є не досить зручними для ефективної організації праці. На аналогічних об'єктах, що відзначаються більш вдалим плануванням зростає продуктивність праці працівників і, як наслідок, зростають доходи. Розбіжності в щорічних доходах, що отримуються від експлуатації таких аналогічних об'єктів та об'єкта оцінки, на 1 м² загальної площі складають 0,15 тис. грн. Загальна площа цеху № 2 – 300 м², коефіцієнт капіталізації – 0,25;

На основі рішення міської ради на вулиці, де знаходиться об'єкт оцінки, організовано рух транспортних засобів тільки в одному напрямку, що ускладнило під'їзд до цеху № 2. Втрата вартості через такі обставини за очікуванням експертів складає 121 тис. грн.

Визначення залишкової вартості відтворення вимагає проведення оцінки усіх видів зносу: фізичного, функціонального, зовнішнього.

Фізичний знос дорівнює витратам на ремонт окремих компонентів, а саме віконних рам і становить 20 тис. грн. Функціональний знос цеху № 2 пов'язаний втратою доходу через невдале планування (неусуваний знос). Величина неусувного функціонального зносу визначається за методом прямої капіталізації втрати доходів, пов'язаних із незручним плануванням приміщень:

$$Z_{\text{функ неус}} = \frac{0,15 \times 300}{0,25} = 180 \text{ тис.грн}$$

Величина економічного зносу дорівнює втратам вартості цеху №2 за рахунок організації одностороннього руху транспорту на вулиці його розташування, тобто: $Z_{\text{функ}} = 121$ тис. грн.

Таким чином, сукупний знос цеху №2 виробничого підприємства складає:
 $CZ = 20 + 180 + 121 = 321$ (тис. грн);

Застосування витратного підходу вартість рухомого майна, як і нерухомого визначається витратами на їх створення, придбання й установку. Цей підхід застосовується, в основному, під час оцінки спеціальних об'єктів,

що не мають близьких аналогів. Його застосування також передбачає розрахунок вартості заміщення і відтворення з врахуванням зносу. Вартість нерухомого майна в рамках витратного підходу здійснюється:

- за ціною однорідного об'єкта. Метод заснований передбачає коригуванні собівартості конструктивно подібного об'єкта виходячи з припущення, що величини собівартості виготовлення об'єкта оцінки й однорідного об'єкта формуються під впливом загальних виробничо-технологічних факторів;

- метод поелементного (поагрегатного) використовується у випадках, коли гіпотетично оцінюваний об'єкт можна зібрати власними силами з наявних на ринку складових частин, ціни на які відомі ринкові ціни.

- індексний (трендовий) метод оцінки. Застосування даного методу засновано на актуалізації базової вартості об'єкта оцінки (повної собівартості, первісної балансової або переоціненої вартості) на дату оцінки за допомогою індексу зміни цін або динамічних рядів індексів цін для відповідної групи машин або обладнання за відповідний період.

Використання методів дохідного підходу для визначення нерухомого і рухомого майна пов'язане з визначенням чистого доходу від володіння ними. Таким доходом для об'єктів нерухомості є розмір ринкової орендної плати та інших доходів від володіння об'єктом нерухомості за попередній до дати оцінки рік, який зменшують на очікувані втрати від неповного завантаження об'єктів нерухомості та операційні витрати, зумовлені з експлуатацією об'єктів нерухомості. Шляхом ділення чистого доходу від використання об'єкта оцінки на ставку капіталізації чи ставку дисконту, отримують їх ринкову вартість.

Застосування методів дисконтованих грошових потоків або капіталізації доходу для рухомого майна доцільно в тому випадку, якщо потік доходів і витрат може бути зіставлений з об'єктом оцінки або об'єктом оцінки виступає обладнання, за допомогою якого виконуються безпосередньо оплачувані роботи. Обмеження сфери застосування дохідного підходу пов'язане з тим, що дохід створюється не тільки за рахунок використання рухомого майна, але й

інших елементів виробничої системи, що складається, крім того, з будівель, споруд, передавальних пристроїв, оборотних і нематеріальних активів.

Національні стандарти оцінки для розрахунку ставки капіталізації та ставки дисконту пропонують здійснювати такі оціночні процедури:

- порівнювати прогнозований річний чистий дохід та ціни продажу (ціни пропонування) щодо подібного нерухомого і рухомого майна;
- аналізувати альтернативні види інвестування та визначати ризики інвестування в об'єкт оцінки порівняно з інвестиціями з мінімальним ризиком;
- розраховувати норму доходу на інвестований капітал в активи капітал та норму його повернення.

Покажемо використання методу непрямой капіталізації доходу для визначення вартості будівлі, з використанням таких даних. Ставка дисконтування становить 16%. Період прогнозування 5 років. Починаючи з 5-го року прогнозується постійний за величиною та рівний у проміжках періоду прогнозування чистий операційний дохід. Дисконтування проводиться на середину періоду. Реверсія визначається на початок періоду, що настає за прогнозом. Інші вихідні наведено в (табл. 3.1). Розрахунок узагальнено в табл. 3.2.

Таблиця 3.1
Вихідні дані для визначення вартості будівлі)

Показники	Значення показників за:				
	1-й рік	2-й рік	3-й рік	4-й рік	5-й рік
Ринкова орендна ставка (без ПДВ) за 1 м ² на місяць, грн.	80,00	84,00	88,20	92,61	97,24
Площа, м ²	3000	3000	3000	3000	3000
Вакансії, м ²	600	450	450	300	300
Операційні витрати на 1 м ² на місяць, грн.	20,00	20,60	21,22	21,85	22,51

Використання порівняльного підходу для оцінювання вартості нерухомого і рухомого майна передбачає визначення їх ринкової вартості на основі інформації про сформовані ціни в угодах на аналогічні об'єкти, які є не одиничними.

Таблиця 3.2

Визначення ринкової вартості будівлі за допомогою методу непрямой капіталізації доходу

№	Показник	Формула	1-й рік прогнозу	2-й рік прогнозу	3-й рік прогнозу	4-й рік прогнозу	5-й рік прогнозу	Постпрогнозний період
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Ринкова орендна ставка (без ПДВ) за 1 м ² на місяць, грн.		80,0	84,00	88,20	92,61	97,24	
2	Площа, м ²		3000	3000	3000	3000	3000	
3	Вакансії, м ²		600	450	450	300	600	
4	Операційні витрати на 1 м ² на місяць, грн.		20,00	20,60	21,22	21,85	22,51	
5	Потенційний валовий дохід, грн	Ряд.1× ряд.2×12	2880000	3024000	3175200	3333960	3500640	
6	Дійсний валовий дохід, грн.	Ряд.1× (ряд.2- ряд.3) ×12	2304000	2570400	2698920	3000564	3150576	
7	Операційні витрати, всього, грн.	Ряд.2× ряд.4 ×12	720000	741600	763920	786600	810360	
8	Чистий операційний дохід	Ряд.6 - ряд.7	1584000	1828800	1935000	2213964	2340216	
9	Реверсія	Ряд.8 гр.9 : 0,16						14626350
10	Номер періоду		1	2	3	4	5	
11	Коефіцієнт дисконтування (поточної вартості)	$\frac{1}{(1 + 0,16)^{ряд.10-0,5}}$	0,928477	0,800411	0,690009	0,594836	0,512789	
12	Коефіцієнт дисконтування для реверсії	$\frac{1}{(1 + 0,16)^{ряд.10.графи9}}$						0,47611
13	Поточна (теперішня) вартість чистого операційного доходу та реверсії, грн.	Ряд.8× ряд.11 відповідно Ряд.9гр.9 ряд.12 гр.9 ×	1470708	1463792	1335167	1316945	1200037	6963751
14	Вартість нерухомості, грн.	Сума значень ряд.13гр.5-10	13750400					

Підхід може бути реалізовано з використанням таких методів як [23] :

- метод прямого порівняння. При використанні цього методу вартість об'єкта-аналога перемножують на коефіцієнти, що враховують існуючі відмінності між об'єктом оцінювання та об'єктом аналогом. Якщо порівнюються ідентичні об'єкти, то при використанні методу враховують відмінності у рівнях зносу та рівнях цін у період між датою оцінки та датою встановлення ринкових цін на аналоги. При порівнянні аналогічних об'єктів дані доповнюють оцінкою про рівень схожості їх конструктивних та експлуатаційних характеристик. Ідентичними – вважаються такі порівнювані об'єкти, які характеризуються повним співпадінням характеристик, аналогічні – для забезпечення умов зіставності потребують проведення коригувань;

- метод розрахунку за питомими ціновими показниками, як правило, масо-габаритними, передбачає при розрахунок вартості оцінюваного об'єкта використання лише одного головного параметра.

- статистичного моделювання ціни. При використанні даного методу об'єкт оцінювання розглядається як представник певної сукупності однорідних об'єктів з відомими цінами. Для такої сукупності формується однофакторна або багатфакторна регресійна модель, яка відображає залежність ціни від одного чи кількох споживчих характеристик.

Для оцінки земельних ділянок, найбільш ефективно використання яких полягає в отриманні доходу від їх продажу, застосовується методичний підхід, що базується на зіставленні цін продажу подібних земельних ділянок. Відповідно до цього вартість земельної ділянки визначається на рівні цін раніше проданих земельних ділянок з врахуванням відмінностей у характері угоди і властивостей земельних ділянок (порівняльний (ринковий)).

Для оцінки земельних ділянок, найбільш ефективним використанням яких є отримання доходу від їх надання в оренду або іншого використання, застосовується методичний підхід, що ґрунтується на капіталізації рентного або чистого операційного доходу (дохідний).

Для поліпшених земельних ділянок (земельних ділянок, на яких зроблені поліпшення) застосовується методичний підхід, що ґрунтується на врахуванні витрат на земельні поліпшення з використанням економічного методу, методу залишку для землі. Методи ґрунтуються на ринковому і дохідному підходах.

Економічний метод передбачає визначення вартості землі як залишку між очікуваною ціною продажу поліпшеної ділянки і вартістю земельних поліпшень на основі аналізу інформації про ціни продажу подібного майна.

Відповідно до методу залишку для землі визначається як різниця між поточною вартістю чистого операційного доходу з поліпшеної ділянки і вартістю земельних поліпшень.

3.2. Оцінка вартості нематеріальних активів

Нематеріальними є активи, які не мають матеріально-речової форми або матеріально-речова форма для них немає суттєвого значення при використанні, проте вони дозволяють власнику одержувати певні економічні вигоди.

До складу нематеріальних активів відносять [78]:

- інтелектуальну власність, а саме об'єкти промислової власності (винаходи, промислові зразки, корисні моделі), засоби індивідуалізації (знаки для товарів і послуг – товарні знаки, знаки обслуговування), об'єкти прав на секрети виробництва (комерційні таємниці – «ноу-хау»), підтвержені документами підприємства;

- майнові права на користування земельними ділянками, природними ресурсами, водними об'єктами;

- гудвіл як вартість ділової репутації підприємства, його ділових зв'язків. У стандартах бухгалтерського обліку гудвіл є інструментом відображення в звітності різниці між ціною продажу підприємства та балансовою вартістю його активів.

- При визначенні вартості нематеріальних активів необхідно брати до уваги наступне:

- обсяг отриманих прав, які можуть бути повними, виключними і невинятковими. Повні права відображає патент, який є охоронним документом, що засвідчує пріоритет, авторство і право власності на винахід. Вони належать правовласнику об'єктів інтелектуальної власності. Ліцензійним договором встановлюються виключні і невиняткові права. Виключні права дозволяють ліцензіату використовувати об'єкти інтелектуальної власності та видавати право на їх використання іншими особам, а от ліцензіар не зберігає за собою такого права. При невиняткових правах на об'єкти інтелектуальної власності ліцензіар передає ліцензіатові права на їх використання і зберігає за собою таке право.

- витрати на виробництво і реалізацію ліцензійної продукції, обсяг і структуру інвестицій, необхідних для освоєння і використання об'єктів інтелектуальної власності у тій або іншій галузі чи сфері діяльності;

- дохід від використання об'єктів інтелектуальної власності;

- ризики освоєння та використання об'єктів інтелектуальної власності у ліцензіатів, зокрема ризики недосягнення ними запланованих показників діяльності;

- розмір, умови та порядок виплати винагороди за використання об'єктів інтелектуальної власності. Виплати винагороди продавцю може здійснюватися у вигляді паушального платежу або роялті. Паушальний платіж є виплатою фіксованої, заздалегідь визначеної у ліцензійному договорі винагороди, до отримання та незалежно від обсягу виробленої продукції, доходу, прибутку чи інших економічних результатів). Роялті є видом ліцензійної винагороди, що здійснюється у вигляді періодичних платежів, які виражені у відсотках від результатів діяльності (доходу, прибутку і т.д.);

- можливість несанкціонованого використання для об'єктів, що не мають правового захисту (клієнтські відносини, виробничий досвід, навички менеджменту та маркетингу і т. ін.);

- необхідність врахування стадій розробки і освоєння об'єктів інтелектуальної власності (стадія науково-дослідних, дослідно-

конструкторських, виробничих робіт).

На підготовчому етапі оцінювання оцінювач повинен обстежити обстеження об'єкт нематеріальних активів на предмет факту наявності матеріальних носіїв; здійснити правову експертизу прав на інтелектуальну власність з метою ідентифікації наявності та дійсності охоронних документів; зібрати необхідну інформацію про технічні (споживчі), експлуатаційні, екологічні й економічні характеристики об'єкта нематеріальних активів, джерела одержання доходів від його використання; собівартість і ціна одиниці товару з використанням об'єкта; географія збуту, місткість ринку збуту, обсяг збуту конкуруючих товарів і т.п.

Після проведення підготовчої роботи здійснюється безпосередньо оцінка нематеріальних активів. Така оцінка здійснюється з використанням дохідного, порівняльного та витратного підходів, сутність яких відображена у національному стандарті № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності». Однак пріоритетним є дохідний підхід, який найбільш повно відображає дійсну цінність нематеріальних активів і ті майбутні вигоди, які отримає власник від володіння ними. Основними джерелами таких вигід, що створюється завдяки нематеріальним активам можуть бути [62]:

- збільшення ціни реалізації одиниці продукції;
- збільшення обсягу реалізації продукції в натуральному вигляді;
- скорочення витрат пов'язаних з виробництвом або реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг);
- реальні ліцензійні платежі, що надходять правовласнику за ліцензійними угодами на дозвіл використовувати, наприклад, торгову марку або товарний знак;
- додатковий прибуток, що створюється завдяки об'єктам інтелектуальної власності, які не відображені у фінансовій звітності, але використання яких забезпечує доходність активів або власного капіталу вище за середньоринковий рівень.

Основними методами дохідного підходу, що застосовуються для оцінки нематеріальних активів є метод непрямой капіталізації (дисконтування грошового потоку) та метод прямої капіталізації доходу.

Використання даних методів передбачає виконання такої послідовності оціночних процедур:

- виділення грошового потоку чи доходу, що генерується нематеріальним активом;
- прогнозування грошових потоків з урахуванням тривалості їх надходження;
- визначення ставки дисконту або коефіцієнта капіталізації для приведення майбутніх доходів до дати оцінки;
- розрахунок вартості об'єкта на дату оцінки за формулами дисконтованих грошових потоків або капіталізації :

$$B_{HA} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+i)^t} \quad \text{або} \quad B_{HA} = \frac{D}{i_{kap}}$$

де B_{HA} – вартість нематеріального активу;

D_i – грошовий потік від використання нематеріального активу за період t ;

i – ставка дисконту;

i_{kap} – ставка капіталізації.

Вартість реверсії об'єкта оцінки визначається у разі висловленого оцінювачем обґрунтованого припущення про отримання доходу від його продажу, в період, що настає за прогнозним.

Метод непрямой капіталізації (дисконтування грошового потоку) та метод прямої капіталізації доходу у Національному стандарті 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» [62] та Методиці оцінки майнових прав інтелектуальної власності [65] представлені методами переваги у прибутку і розподілу прибутків, роялті

Застосування методу переваги у прибутку передбачає дисконтування або пряму капіталізацію різниці між прибутком від діяльності суб'єкта з

використанням об'єкта інтелектуальної та прибутком, отриманим від такої діяльності, за умови, що вона провадиться без його використання.

Джерелом формування переваги у прибутку, що виникає в результаті використання об'єкта інтелектуальної власності, зокрема, може бути: збільшення ціни реалізації одиниці продукції (товарів, робіт, послуг); збільшення обсягу реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) у натуральному виразі; скорочення витрат, пов'язаних з виробництвом та/або реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг).

Для розрахунку економічного ефекту від використання нематеріального активу за рахунок росту ціни (зниження витрат) необхідно знайти різницю між цінами одиниці продукції чи витратами на одиницю продукції, яка виготовлена з використанням і без використання нематеріального активу і помножити її на обсяг виробленої чи реалізованої продукції з його використанням.

Розрахунок економічного ефекту за рахунок зростання обсягу реалізації продукції в результаті застосування об'єкту нематеріального активу можна здійснити помноживши різницю в обсягах продажу виробленої (реалізованої) продукції з використанням і без використання нематеріального активу на її ціну.

Підприємство володіє «ноу-хау» з виробництва масляної фарби. Витрати на виробництво фарби без використання «ноу-хау» складають 1,5 грн. на 1 кг. При цьому 35 % у витратах складають витрати на оплату праці. Обсяг продажів підприємства дорівнює 300 т фарби на рік. «Ноу-хау» дає можливість заощаджувати матеріальні ресурси у розмірі 0,3 грн на кожному кілограмі фарби і 15 % витрат на оплату праці. За прогнозами, ця перевага зберігатиметься протягом 4 років. Необхідно оцінити вартість «ноу-хау» при ставці дисконту 12 %.

Економічний ефект в даному випадку отримується за рахунок економії на матеріальних витратах у виробництві фарби та на витратах на оплату праці.

Економія матеріальних ресурсів за рахунок використання «ноу-хау» складає:

$$300 \times 0,3 = 90 \text{ (тис. грн.)}$$

Економія витрат на оплату праці за рахунок використання «ноу-хау» складає:

$$1,5 \times 0,15 \times 300 = 67,5 \text{ (тис. грн)}$$

Разом економія витрат за рік дорівнює: $90 + 67,5 = 157,5$ (тис. грн)

Вартість ноу-хау з урахуванням тривалості виграшу в собівартості (4 роки) і ставки дисконту (12 %) складає:

$$B_{HA} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+i)^i} = \frac{157,5}{(1+0,12)^1} + \frac{157,5}{(1+0,12)^2} + \frac{157,5}{(1+0,12)^3} + \frac{157,5}{(1+0,12)^4} = 478,39 \text{ (тис. грн.)}$$

Метод розподілу прибутків полягає у виокремленні із загальної суми прибутку суб'єкта, який володіє об'єктом інтелектуальної власності тієї частини, яка одержана у результаті його застосування з подальшим переведенням такої частини прибутку у вартість об'єкта інтелектуальної власності.

Застосування методу додаткового прибутку передбачає пряму капіталізацію додаткового прибутку, який може отримувати підприємство в результаті використання об'єктів інтелектуальної власності понад середній прибуток, який отримують подібні підприємства, що не володіють такими об'єктами інтелектуальної власності. Для застосування методу необхідно проаналізувати дані про результати діяльності підприємств галузі, до якої відноситься дане підприємство, і обчислити середнє по галузі значення показника рентабельності власного капіталу чи активів. Потім потрібно визначити чистий прибуток підприємства при середньогалузевому рівні рентабельності. Для розрахунку додаткового прибутку господарюючого суб'єкта необхідно від отриманого ним фактичного чистого прибутку відняти чистий прибуток при середній галузевій рентабельності. Переводять додатковий прибуток у ринкову вартість нематеріального активу шляхом ділення на ставку капіталізації.

Метод роялті застосовується тоді, коли майнові права інтелектуальної власності надані чи можуть бути надані за ліцензійним договором іншій

фізичній або юридичній особі. Цей метод полягає у визначенні суми дисконтованих доходів від ліцензійних платежів. Форми розрахунку за надані права можуть передбачати виплату одноразового (паушального) платежу або здійснюватися у вигляді періодичних відрахувань від певної бази – роялті. Перетворення паушального платежу у вартість здійснюється шляхом ділення на ставку капіталізації. Якщо оплата здійснюється у вигляді роялті, то для визначення вартості нематеріальних активів ці суми дисконтують.

За базу роялті може прийматись виручка від реалізації ліцензійної продукції (товарів, робіт, послуг), обсяг виробленої чи реалізованої ліцензійної продукції (товарів, робіт, послуг) в натуральному виразі, величина доходу (прибутку) від реалізації ліцензійної продукції (товарів, робіт, послуг) та інші показники господарської діяльності.

Вартість об'єкта інтелектуальної власності (B) визначається як частка (D) від прибутку (Π), одержуваного покупцем (ліцензіатом) [45]:

$$B = D \times \Pi$$

Частка D (розмір ліцензійних платежів) залежить від :

- виду та строку дії ліцензійного договору,
- кількості ліцензійних договорів, сфера використання об'єкта інтелектуальної власності.
- обсяг переданих прав,
- характеристики об'єкта інтелектуальної власності, залишковий строк його корисного використання,
- строк освоєння процесу виробництва та/або реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) з використанням об'єкта інтелектуальної власності,
- ступінь готовності такого об'єкта до використання за призначенням та інші показники, що можуть вплинути на розмір ліцензійних платежів.

Передбачуваний прибуток (Π), що одержить покупець (ліцензіат), складе:

$$\Pi = K_{cp} \times \Pi \times (B_0 - B) \times H,$$

де K_{cp} – середній річний обсяг очікуваного випуску продукції;

C – ціна одиниці продукції, що виготовляється за ліцензією;

V_{∂} – термін дії ліцензійної угоди (звичайно 5-10 років);

V – період освоєння предмета ліцензії (звичайно 1-3 роки);

H – норма прибутку (рентабельність) в тій або іншій галузі промисловості (звичайно 0,1-0,2).

На практиці найбільш часто величина дійсних ставок роялті лежить в межах 1 - 15%, а серед найпоширеніших 3 - 5 процентні ставки роялті.

Використання методу «звільнення від роялті» ґрунтується на тому, що додатковий прибуток у підприємства може утворюватися за рахунок економії на умовних ліцензійних платежах. Такий додатковий прибуток базується на припущенні оцінювача про те, що нібито об'єкт інтелектуальної власності не належить власнику, і він змушений його використовувати його на підставі ліцензійного договору і сплачувати ліцензійні платежі. Економія на ліцензійних платежах і буде додатковим прибутком.

Метод «звільнення від роялті» передбачає розрахунок ліцензійних платежів на основі річних обсягів продажів. Розмір цих платежів (роялті) розраховується у відповідності зі сформованою практикою ліцензійних угод. Сума періодичного платежу у вигляді роялті визначається шляхом множення чистого річного доходу від реалізації продукції, що випускається з застосуванням об'єкта інтелектуальної власності на середньостатистичну ставку роялті.

Методи витратного підходу (метод прямого відтворення і метод заміщення) до оцінки нематеріальних активів ґрунтуються на визначенні вартості витрат, які поніс їх розробник при створенні оцінюваного об'єкта. В цілому сутність методів полягає у проведенні наступних процедур:

- виокремленні суми витрат, які пішли на створення певного нематеріального активу;

- проведення аналізу зміни вартості грошей у часі,

- коригуванні витрат за часом (індексація), а саме перетворенні всіх понесених витрат у поточну вартість за допомогою спеціальних індексів (індексів споживчих цін, галузевих індексів).

Метод прямого відтворення використовують за умови наявності у підприємства кошторису витрат. Його застосування передбачає встановлення всіх фактичних витрат, які пов'язані зі створенням, придбанням об'єкта нематеріальних активів, доведенням їх до комерційного застосування, введенням в дію, суми і дати, коли ці витрати зроблені. Визначені витрати коригують на величину індексу цін, що враховують їх зміну за час, що пройшов з моменту здійснення витрат до часу проведення оцінки. Скориговані витрати збільшують на розмір прибутку та витрат, пов'язаних з сплатою податків суб'єкта господарювання, який створив (розробив) об'єкт. Визначена таким способом вартість зменшується на суму зносу об'єкта нематеріальних активів з моменту створення до дати оцінки.

Якщо у підприємстві відсутній кошторис витрат на створення об'єкта нематеріальних активів, але є можливість виявити всі витрати, необхідні при створенні схожого об'єкта, то оцінювач використовує метод заміщення. Цей метод ґрунтується на розрахунку вартості заміщення, яка відображає вартість створення або придбання аналога оцінюваного активу зі схожими споживчими, функціональними властивостями, споживчою корисністю. Ці витрати (собівартість) визначають у діючих цінах на дату оцінки. Вони складаються із витрат на матеріальні ресурси, енергоносії, робочу силу, інші виробничі витрати, такі ж, як у оцінюваного об'єкта, а також обов'язкові платежі, збори, податки та очікуваний прибуток. Таким чином, підсумовуються всі витрати, які необхідно понести аби створити чи придбати нематеріальний актив-аналог та довести його до комерційного використання та отримання прибутку. Отримана таким, поточна вартість витрат зменшується на величину зносу (знецінення) об'єкта нематеріальних активів.

Згідно з Національним стандартом 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності» величина зносу об'єкта нематеріальних активів

визначається методом строку життя та залежить від залишкового строку його корисного використання. При його застосування передбачає визначення зносу шляхом ділення фактичного строку корисного використання об'єкта нематеріального активу на суму фактичного та залишкового строків корисного його використання. Залишковий строк корисного використання оцінювач визначає на основі результатів порівняльного аналізу строків корисного використання подібних об'єктів або на підставі строку чинності майнових прав на оцінюваний об'єкт. Якщо оцінювач робить припущення про безкінечно довгий строк корисного використання об'єкта оцінки, то знос не враховується

За умови існування активного ринку нематеріальних активів, достатньої кількості схожих на ньому об'єктів, достатньої кількості платоспроможних учасників, які зацікавлених у продажу та придбанні таких активів, можливості отримання всієї необхідної і достовірної інформації всіма заінтересованими особами використовується порівняльний підхід. На підставі ринкової інформації, її аналізу і порівняння продажів на основі методу угод оцінюють ринкову вартість нематеріальних активів.

Відмінність у вартості оцінюваного об'єкта від вартості обраних аналогів зумовлюється розходженням у їх характеристиках. Визначення ринкової вартості нематеріальних активів методами порівняльного підходу вимагає проведення таких самих оціночних процедур, як і при оцінці матеріальних активів. За допомогою використання поправок, які враховують якісні відмінності між оцінюваним активом і його аналогами визначають ринкову вартість оцінюваного об'єкта. При виборі об'єктів-аналогів оцінювач повинен врахувати певні фактори, які впливають на вартість. Ними є наявність правової охорони майнових прав; галузь чи сферу застосування, характеристики такого об'єкта (функціональні, споживчі, економічні та ін.); рівень його новизни; залишковий строк корисного використання; придатність до промислового (комерційного) використання; умови фінансування договорів, предметом яких є майнові права на об'єкт нематеріальних активів.

3.3. Оцінка вартості фінансових інвестицій

До складу майна підприємства входять довгострокові та поточні фінансові інвестиції. Під фінансовою інвестицією розуміють господарську операцію, яка передбачає придбання корпоративних прав, цінних паперів. Фінансові інвестиції поділяють на прямі та портфельні. Пряма – передбачає внесення коштів, майна у статутний капітал іншого підприємства. Портфельна – передбачає придбання цінних паперів на фондовому ринку.

Відображення фінансових інвестицій у балансі залежить від мети їх придбання. Фінансові інвестиції, які придбані та утримуються для перепродажу, як правило, показують у складі поточних за справедливою (ринковою) вартістю. Фінансові інвестиції, які утримуються до погашення відображають у складі довгострокових інвестицій за амортизованою собівартістю. Фінансові інвестиції у дочірні та асоційовані підприємства, пов'язані з придбання акцій і часток в капіталі можуть відображати, як у складі поточних, так і довгострокових фінансових інвестицій за методом участі в капіталі.

Під ринковою вартістю фінансових інвестицій розуміють теперішню вартість майбутніх грошових надходжень, що генеруються певним видом цінного паперу. Цінні папери є борговими і пайовими. Боргові цінні папери (облігації) характеризують відносини позики, а пайові (акції) – відносини прав власності.

Оцінювач проводить оцінку цінних паперів ґрунтуючись на дохідному та порівняльному підходах. При цьому особливе значення має дохідний підхід, оскільки саме величина, спосіб та час отримання доходу від володіння цінними паперами цікавлять інвестора насамперед, у зв'язку з цим базову формулу дохідного підходу можна вважати основною для визначення вартості цінних паперів. Ця формула може зазнавати зміни та модифікації, які залежатимуть від конкретних характеристик та параметрів певного цінного паперу.

При визначенні вартості облігації оцінювач виходить з того, що протягом терміну існування облігації її власник має одержати таку ж суму, яку він вклав

при її купівлі. Оскільки сукупність платежів, які повинен отримати власник облігації розтягнута у часі, то це зумовлює необхідність дисконтувати майбутні грошові потоки до моменту часу на який здійснюється оцінка облігації. При визначенні ставки дисконту потрібно проаналізувати дохідність аналогічних фінансових інструментів.

Облігації за формою доходу бувають купонні і безкупонні. Купонна ставка дохідності є процентною ставкою, за якою власнику облігації виплачується періодичний дохід. Відповідно, сума платежів за один купонний період дорівнює добутку купонної ставки на номінал. Безкупонні облігації та облігаціями з нульовим купоном не передбачають періодичних виплат відсотків своїм власниками, а з настанням строку погашення за ними виплачується їх номінальна вартість. Для того, щоб забезпечити власнику таких облігацій відповідну дохідність їх продають з дисконтом. Ринкова вартість безкупонної облігації є теперішньою вартістю майбутнього потоку купонних виплат та номіналу дисконтованих з урахуванням діючої ставки дисконтування. Для розрахунку вартості облігації використовують наступну формулу:

Нехай майбутні купонні виплати дорівнюють відповідно CF_1 , CF_2 , CF_3 CF_n , вони, як правило, рівні між собою. Основна сума боргу (номінал) виплачується в момент погашення облігації, то теперішня вартість такого потоку визначається наступним чином [71]:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

CF – майбутні купонні виплати;

N – номінальна вартість облігацій (вартість у момент погашення);

i – прибутковість на ринку позикового капіталу аналогічних облігацій (використовується як показник дисконтування);

n – термін погашення.

Якщо облігація випущена з терміном погашення через 15 років і її номінал дорівнює 1000 грн., а річна купонна ставка складає 14 %. Оскільки виплату купонного доходу передбачено здійснювати один раз в рік, то його

величина складає 140 грн. Отже, для оцінки вартості облігації потрібно привести до теперішнього (поточного) часу всі щорічні процентні платежі і виплату номіналу у кінці п'ятнадцятого року. Середня процентна ставка на ринку облігацій даного типу складає 12%. За цих умов вартість безкупонної облігації дорівнює:

$$PV = \sum_{t=1}^{15} \frac{140}{(1+0,12)^t} + \frac{1000}{(1+0,12)^{15}} = 140 \times 6,68109 + 1000 \times 0,1827 = 1136,23 \text{ грн.}$$

Вартість облігації складає 1136,23 грн. Це більше номіналу, бо її дохідність більша, ніж середньоринкова.

Якщо виплата купонного доходу за облігаціями здійснюється двічі на рік, то розрахункова формула дещо зміниться, адже потрібно дисконтувати всі піврічні виплати відповідно до піврічної процентної ставки:

$$PV = \sum_{t=1}^{2n} \frac{CF/2}{(1+i/2)^t} + \frac{N}{(1+i/2)^{2n}}$$

Таким чином, якщо річна купонна ставка складає 12% і до погашення залишаються 15 років при піврічній виплаті відсотків, отримаємо:

$$PV = \sum_{t=1}^{30} \frac{140/2}{(1+0,012/2)^t} + \frac{N}{(1+i/2)^{30}} = \sum_{t=1}^{30} \frac{70}{(1+0,06)^t} + \frac{1000}{(1+0,06)^{30}} = 1137,64 \text{ грн}$$

У цьому випадку вартість облігації є вищою, ніж у попередньому випадку, оскільки процентні платежі інвестор одержує частіше.

Власник акцій отримує вигоду від володіння ними у вигляді потоку дивідендів. При оцінюванні вартості акцій, вони відіграють таку ж роль, як купонні виплати при оцінці облігації. Тільки на відміну від купонних виплат, потік дивідендних виплат є нескінченним і не передбачає повернення початкової інвестиції. У зв'язку з цим для оцінки вартості звичайної акції використовують формулу [50]:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

де D_t – величина дивіденду, виплачуваного в t -ом році,

i – показник дисконту, за допомогою якого здійснюється приведення дивідендних виплат до теперішнього (поточного) моменту часу.

У даній моделі відсутня компонента, яка відображає можливий приріст ринкової вартості акцій. Це пов'язано з припущенням, що приріст ринкової вартості акції дорівнює приросту дивідендів за нею.

При визначенні вартості акцій виникають дві проблеми: визначення прогнозної величини дивідендів та ставки дисконту. Розглянемо кожен з них окремо.

Зрозуміло, що неможливим є оцінювання прогнозної величини дивідендів на всьому нескінченному періоді. Через це такий період ділять на дві частини: перша з яких, як правило, складає не більше п'яти років. Протягом цих років можливим є найбільш правдоподібний прогноз дивідендних виплат. Друга частина – це весь нескінченний період часу, який залишився. Для нього робляться наступні припущення:

- дивіденди є незмінними та дорівнюють величині останнього прогнозованого дивіденду першого періоду, або
- передбачається деякий постійний річний приріст дивідендів.

У подальшому оцінка вартості акції полягає у дисконтуванні прогнозованих дивідендних виплат.

Результуюча формула для оцінки вартості звичайних акцій може мати вигляд [11]:

$$PV = PV' + PV'' \cdot \frac{1}{(1+i)^N}$$

де PV' – дисконтоване значення прогнозованих дивідендів на першому (кінцевому) проміжку часу тривалістю N років;

PV'' – дисконтоване значення подальшої нескінченної серії дивідендів, приведене до моменту часу, відповідного кінцю N -ого року.

Для розрахунку першою компоненти необхідно просто продисконтувати всі величини дивідендів, що спланували до виплати протягом перших N років [11]:

$$PV' = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

Розрахунок другий компоненти для незмінних дивідендів проводиться за формулою дисконтування нескінченних дивідендів [11]:

$$PV'' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_N}{(1+i)^t} = \frac{D_N}{i}$$

Якщо передбачається зростання дивідендів з темпом g , то потрібно використати формулу Гордона, яка для даної ситуації виглядає так [11]:

$$PV'' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_N(1+g)^t}{(1+i)^t} = \frac{D_{N+1}}{i-g}$$

Визначення ставки дисконту ґрунтуються на аналізі інформації фондового ринку. На жаль, український фондовий ринок тільки встановлюється, тому тенденції його розвитку неоднорідні, крім того висока політична нестабільність ще більше підсилює його невизначеність. У результаті чого виникає серйозний дефіцит інформації, тому доводиться використовувати більш спрощені та наближені підходи. Оцінювачі пропонують ставку дисконту визначати за допомогою двох компонент [51]:

- як дохідність інвестора, що одержує дохід у вигляді дивідендів. Ця компонента розраховується як частка від ділення обсягу дивідендів виплачених за останній рік на ринкову вартість акції;

- як дохідність інвестора, яка пов'язана із збільшенням курсової (ринкової) вартості акції. Вона розраховується як частка від ділення приросту курсової вартості акції за рік на курсову вартість на початку року. Курсова ціна акції – це ціна, за якою акція продається і купується на вторинному ринку.

Додавши наведені вище компоненти, отримують ставку дисконтування для визначення ринкової вартості акцій даного підприємства.

Розглянемо такий приклад. Виплачені підприємством за останній рік дивіденди на одну акцію складають 0,52 гривні. Протягом найближчих трьох років підприємство планує збільшувати дивіденди на 8%, а надалі темп

зростання дивідендів повинен скласти 4%. Визначимо вартість акції за умови, що їх дохідність оцінена на рівні 15%.

Перш за все потрібно оцінити величину дивідендів, які будуть виплачуватися у найближчі три роки:

$$D_1 = 0,52 \times 1,08 = 0,56; \quad D_2 = 0,56 \times 1,08 = 0,60; \quad D_3 = 0,60 \times 1,08 = 0,65.$$

Очікувана величина дивіденду у кінці четвертого року, повинна скласти:

$$D_4 = 0,65 \times 1,04 = 0,68.$$

Таким чином,

$$PV' = \sum_{i=1}^N \frac{D_t}{(1+i)^t} = \frac{0,56}{(1+0,15)} + \frac{0,60}{(1+0,15)^2} + \frac{0,65}{(1+0,15)^3} = 1,37$$

$$PV'' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_N(1+g)^t}{(1+i)^t} = \frac{D_{N+1}}{i-g} = \frac{0,68}{0,15-0,04} = 6,18$$

Використовуючи результуючу формула для оцінки вартості звичайних акцій, отримаємо:

$$PV = PV' + PV'' \cdot \frac{1}{(1+i)^N} = 1,37 + 6,18 \cdot \frac{1}{(1+0,15)^3} = 5,43 \text{ грн.}$$

Порівняльний підхід до оцінки акцій заснований ґрунтується на використанні методу ринку капіталу (вартість публічного акціонерного товариства відповідає вартості акціонерного капіталу) та методу угод (вартість пакета акцій об'єкта оцінки визначається на основі коригування ціни продажу чи пропонування пакета акцій об'єкта аналога з врахуванням певних прав контролю на дату оцінки чи близьку до неї дату). Методи нами розглянуто в 2.3.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик О.В. Використання інструментів технологій OLTP та OLAP для обліку й аналізу виконання кошторису бюджетних установ // Наука молода: зб. наук. праць. молод. вчених Терноп. нац. екон. ун-ту. – Тернопіль: ТНЕУ, 2015. – № 23. – С. 120-129
2. Адамик О.В. Інформаційні технології в комп'ютерних системах бухгалтерського обліку: проблеми організації даних та їх потоків // Бізнес Інформ. – 2016. – №10. – С. 348–353.
3. Асаул, А.М. Ринок нерухомості [Текст] : навч. посіб., 2-ге вид / А.М. Асаул, В.І.Павлов – К. Кондор. 2006. – 336 с.
4. Бланк, И. А. Управление денежными потоками [Текст] / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр «Эльга», 2002. – 736 с.
5. Борисов, А.Б. Большой экономический словарь [Текст] / А.Б. Борисов. – 3-е изд., перераб и доп М.: Книжный мир, 2010. – 860 с.
6. Бригхем, Ю. Финансовый менеджмент [Текст] / Ю. Бригхем, М. Эрхардт. – Изд. 10-е. – СПб. : Питер, 2009. – 960 с.
7. Бусов, В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: учебник/ В.И. Бусов, О.А. Землянский; под общ.ред. В.И.Бусова, 2-е изд., перераб. и допол. – М.:Издательство Юрайт, 2015. – 382 с.
8. Валдайцев, С. В. Оценка бизнеса [Текст]: учебник / С. В. Валдайцев. – 2-е изд., переработ. и дополн. – М. : ТК Велби, 2004. – 360 с.
9. Витвицкий, Я. Определение реверсии при оценке бизнеса доходным подходом //Государственный информационный бюлетень о приватизации. - 2013. – № 8. – С. 32-35
10. Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты [Текст]: монография / Д. Л. Волков. – СПб. : Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат. дом СПб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.

11. Воронін В.О. Аналітика ринку нерухомості: методологія та принципи сучасної оцінки [Текст] : монографія / В.О.Воронін, Е.В.Лянце, М.М.Мачин. – Львів: видавництво «Магнолія». – Львів, 2014. – 304 с.

12. Гохберг, І. І. Оцінка установок, машин та обладнання: Питання і відповіді, практикум оцінки [Текст] : навчальний посібник / І. І. Гохберг, С. І. Щербань. – Львів : ЗУКЦ, 2007. - 184 с.

13. Гукова, А. В. Оценка бизнеса для менеджеров [Текст] : учеб. пособ. / А. В. Гукова, И. Д. Аникина. – М. : Омега-Л, 2006. – 176 с. – (Библиотека высшей школы).

14. Гурунян, Т.В. Оценка стоимости бизнеса (предприятия) [Текст]: учеб. пособие / Т.В.Гурунян, О.Ю.Щербина; РАНХиГС, Сиб.ин-т упр.– Новосибирск: Издательство СибАГС, 2015. – 259 с.

15. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка : Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран; пер. с англ. – Изд. 2 – е (исправ. и дополн.). – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.

16. Демиденко, Д. С. Оценка и управление стоимостью предприятия [Текст] : монография / Д. С. Демиденко, Э. А. Козловская, Е. А. Яковлева. – СПб. : ИПУ, 2008. – 448 с.

17. Долінський, Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів [Текст]: навч. посібник / Л. Б. Долінський. – К. : Майстер-клас, 2005. – 192 с.

18. Драпіковський, О.І. Оцінка земельних ділянок [Текст] / О.І.Драпіковський, І.Б.Іванова. – К:ПРИНТ-ЕКСПРЕС, 2004. – 296 с.

19. Егерев, И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления [Текст]: учебное пособие / И. А. Егерев. – М. : Дело, 2003. – 480 с.

20. Єфремова, Л.В. Проблеми вдосконалення методики та організації проведення оцінки майна [Текст] / Л.В.Єфремова, С.Л.Єфремов. – 2013.– Бізнес Інформ №1. – С. 249-251.

21. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» від 12.07.2001 р. №2658-III зі змінами і доповненнями. /[Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>

22. Ивашковская, И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров [Текст] / И. В. Ивашковская. – М. : Издатель : Инфра-М, 2009. – 430 с. – (Серия «Научная мысль»).
23. Калінеску, Т. В. Оцінювання майна [Текст]: навч. посіб. / Т. В. Калінеску, Ю. А. Романовська, О. Д. Кирилов. – К. : ЦУЛ, 2012. – 311 с. – Режим доступу : http://culonline.com.ua/Books/Ocinuvannya_mayna_Kolesnik_2012.pdf.
24. Ковальчук Є.К., Панасюк В.М. Інформаційні ресурси в обліку та їх роль в підвищенні ефективності управління підприємством // Міжнар. зб. наук, праць / Серія: Бухгалтерський облік, контроль і аналіз. – 2011. – Випуск 3 (18). – С. 93-101
25. Козодаев, М. А. Оценка и бизнес [Текст] / М. А. Козодаев, М. В. Пылов. – М. : ОЛМА-ПРЕСС, 2003. – 128 с. – (Успешный бизнес. Мастер-класс).
26. Костирко, Р.А. Комплексна оцінка вартості підприємства [Текст]: монографія / Р.А.Костирко, Н.В.Тертична, В.О. Шевчук. За заг. ред. докт. екон. наук, академіка НАН України М.Г.Чумаченка, 2-ге видан., перероб. і доп. – Х.:Фактор, 2008. – 278 с.
27. Коупленд, Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст] /Т. Коупленд Т, Т. Колер, Дж. Мурин,– М.: ЗАТ «Бизнес-олимп-бизнес», 2004.– 576 с.
28. Кравчина, А. В. Етапи вибору методів визначення вартості підприємства / А. В. Кравчина // Збірник наукових праць студентів кафедри аудиту, ревізії та аналізу. – Тернопіль, ТНЕУ, 2017. –Випуск 1. – 195 с., С. 80-82.
29. Криворотов, В. В. Управление стоимостью : Оценочные технологии в управлении предприятием [Текст]: учеб пособие / В. В. Криворотов, О. В. Мезенцева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 112 с.
30. Круш, П. В. Оцінка бізнесу [Текст] : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : ЦНЛ, 2004. – 264 с.
31. Кулик Р., Жубіль Г., Щирба М. Нормативно-правове забезпечення бухгалтерського фінансового обліку в Україні // Наукові записки.– 2005. – Випуск 14

32. Лучко М.Р., Адамик О.В. Інформаційні системи і технології в обліку й аудиті: Навчальний посібник. – Тернопіль: Економічна думка, 2016. – 252 с.
33. Максимов, С. **Суб'єкт оціночної діяльності: роль та місце в сучасній професійній оцінці (частина перша)** / М. Степан, Є. Псярнецький //Офіційна сторінка громадської організації «Всеукраїнська організація фахівців оцінки» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://afo.com.ua/uk/news/2-general-assessment/1086-an-appraisal-activity-part-one>
34. Международные стандарты оценки [Электронный ресурс] / Официальный сайт компании ОМЕГА. – Режим доступа : http://www.omegaocenka.ru/document/standart_MCOplan.shtml . – Название с экрана.
35. Мендрул, О. Г. Управління вартістю підприємства [Текст]: монографія / О. Г. Мендрул. – К. : КНЕУ, 2002. – 272 с.
36. Менеджмент для магистров [Текст]: учеб.пособ. /под ред. А. А. Эпифанова, С.Н. Козьменко. – Сумы: ИТД «Университетская книга», 2002. – 412 с.
37. Методика оцінки майна, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10.12.2003 р. №1891 зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс].– Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-%D0%BF>
38. Модильяни, Р. Сколько стоит фирма? Теорема ММ [Текст] / Р. Модильяни, М. Миллер. – Изд. 2-е. – М. : Дело, 2001. – 272 с.
39. Момот, Т. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології [Текст] / Т.Молмот. –Х.: Фактор, 2007.-224 с.
40. Момот, Т. В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління від теорії до практичного впровадження [Текст] / Т. В. Момот. – Харків : ХНАМГ, 2006. – 380с.
41. Моррелл, Д. Как делать прогнозы в бизнесе. Руководство для предпринимателей [Текст] / Д. Моррелл. – М. : НИРРО, 2004. – 283 с.
42. НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» (наказ Мінфіну від 07.02.13.№ 73 зі зміна від 08.02.2014 № 48) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>

43. Опара, В.М. Стандартизація у сфері оцінки землі/ В.М.Опара, О.А.Домбровська // Вісник Харківського національного університету імені В.Н.Каразіна. – 2016. – Випуск 44. С.137-141.

44. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) [Текст]: учебник / В. И. Кошкин, Н. А. Колайко, В. В. Мокрышев [и др.] ; под ред. В. И. Кошкина. – М. : Экмос, 2002. – 944 с.

45. Оценка недвижимости [Текст]: учебник / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. - М.: «Финансы и статистика», 2002. - 496 с.

46. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования [Текст]: учеб. пособ. / Ю. Я. Еленева, А. П. Ковалев, А. А. Корниенко [и др.]. – М. : Международная академия оценки и консалтинга, 2002. – 134 с.

47. Оценочная деятельность. Оценка стоимости имущества [Текст]: учеб. пособ. Кн. 2 / В. В. Бояров, О. М. Ванданимаева, П. В. Дронов [и др.] ; под ред. И. В. Косоруковой. – М. : Маркет ДС, 2009. – 728 с. – (Университетская серия).

48. Оцінка активів підприємства [Текст]: навч. посібник / Ю. В. Панасовський, Б. А. Семененко, О. М. Теліженко ; ред. : Ю. В. Панасовський. - Суми : Університетська книга, 2009. – 512 с.

49. Оцінка бізнесу та нерухомості [Текст] : навч. посіб. / В. Р. Кучеренко, Я. П. Квач, Н. В. Сментина, В. О. Улибіна. – К. : ЦУЛ, 2009. – 200 с. Режим доступу до електронної версії книги http://bookb.net/book_ocnka-bznesu-ta-neruhomost.651/

50. Оцінка майна в Україні. Том 1. Нерухоме майно [Текст]: монографія / [Л. І. Воротіна, В. Є. Воротін, В. Г. Лісник, В. М. Поліщук]. – К. : Вид-во Європ. ун-ту, 2005. – 217 с.

51. Оцінка майна і майнових прав в Україні [Текст]: монографія / Н. Лебідь, А. Мендрул, В. Ларцев, С. Скринько, Н. Жиленко, В. Пашков; За ред. Н. Лебідь. – К.: ООО «інформаційно-видавнича фірма «прінт-експрес», 2007. — 688 с.

52. Оцінка нерухомого й рухомого майна та об'єктів інтелектуальної власності : нормативно-правові акти та роз'яснення / ред. : М. С. Головатюк. - К. : Видавець Паливода А.В., 2008. – 464 с. – (Земельне законодавство України).

53. Оцінка та управління нерухомістю [Текст]: навчальний посібник/ [В.Р.Кучеренко, М.А.Заєць, О.В.Захарченко, Н.В.Сментина, В.О.Улибіна]. – Одеса: Видавництво ТОВ Лерадрук», 2013. –272

54. Пазинич, В.І. Оцінка об'єктів нерухомості [Текст]: навч.пос. (для студ.вищ.навч.закл) / В.І.Пазинич, Л.А. Свистун.– К.: Центр учбової літератури, 2009. – 434 с.

55. Панков, В. А. Методические рекомендации по определению сравнительной ценности компаний (на примере предприятий машиностроительного комплекса) [Текст] / В. А. Панков. – К. : Наук. світ, 2003. – 142 с.

56. ПИК. Стоимостно-ориентированные концепции контроллинга [Электронный ресурс] / Х. Дитгер, Х. Хунгенберг [и др.] ; пер. с нем. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 928 с. – Режим доступа : <http://ecsocman.hse.ru/text/33719041/>

57. Попов, Д. Эволюция показателей стратегии развития предприятия [Электронный ресурс] / Д. Попов. // Управление компанией. – 2003. – № 2. – Режим доступа : <http://www.management.com.ua/strategy/str070.html>

58. Портер, М. Конкурентная стратегия : Методика анализа отраслей и конкурентов [Текст] / М. Портер; пер. с англ. – Изд. 3-е. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 453 с.

59. Портер, М. Конкуренция [Текст] / М. Портер ; пер. с англ. под ред. Я. В. Забоцкого. – М. : Издательский дом «Вильямс», 2001. – 495с.

60. Портер, М. Е. Конкурентное преимущество. Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость[Текст] / М. Е. Портер – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 712 с.

61. Посібник з оцінки бізнесу в Україні [Текст] / В. М. Пазірук, А. Б. Огаджанян, Л. М. Сімонова [та ін.] ; за ред. Я. І. Маркуса. – К. : Міленіум, 2004. – 348 с.

62. Посібник з оцінки бізнесу в Україні [Текст]: навч. посіб./ за ред. Я.І.Маркуса. – К.:Міленіум, 2002.– 320 с.

63. Про затвердження Методики оцінки об'єктів оренди, Порядку викупу орендарем оборотних матеріальних засобів та Порядку надання в кредит орендареві коштів та цінних паперів. Постанова Кабінету Міністрів України від 10.08.1995 № 629 зі змінами і допов./ [Електронний ресурс].– Режим доступу: (<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/629-95-п>)

64. Про затвердження Методики товарознавчої експертизи та оцінки дорожніх транспортних засобів. Наказ Фонду Державного майна і Міністерства юстиції України від 24.11.2003. № 142/5/2092 зі змінами і допов. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z1074-03>

65. Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав». Постанова Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003р. № 1440 зі змінами і допов. / [Електронний ресурс].– Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>

66. Про затвердження Національного стандарту № 2 «Оцінка нерухомого майна». Постанова Кабінету Міністрів України від від 28.10.2004 р. №1442. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/1442-2004-%D0%BF>

67. Про затвердження Національного стандарту № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Постанова Кабінету Міністрів України від 29.11.2006 р. №1655. / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-%D0%BF>

68. Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності». Постанова Кабінету Міністрів України від 03 жовтня 2007 року. / [Електронний ресурс].– Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1185-2007-%D0%BF/conv>

69. Про затвердження Порядку проведення експертної грошової оцінки земельних ділянок. Наказ Державного комітету України по земельних ресурсах. Від 09.01.2003. № 2 Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0396-03>

70. Про затвердження методики оцінки майнових прав інтелектуальної власності. Наказ Фонду державного майна України від 26.06.2008 № 740 /

[Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0726-08>

71. Рамперсад, Х. Универсальная система показателей : Как достигать результатов, сохраняя целостность [Текст] / Х. Рамперсад ; пер. с англ. – Изд. 3-е. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 352 с.

72. Ринок нерухомості [Текст]: навч. посібник / А. М. Асаул, В. І. Павлов, І. І. Пилипенко [та ін.]. – К. : ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 387 с.

73. Романів С., Голяш І. Проблеми організації екологічного аудиту в Україні // Економіка і держава: міжнародний науково-практичний журнал., 2014. – Випуск 6. – С. 65-67

74. Руда, О. Л. Функціонування фондового ринку України, проблеми та перспективи розвитку / О.Л.Руда //Глобальні та національні проблеми економіки.– 2015.– № 6.– С.794-798.

75. Самусенко, С. А. Показатели эффективности компании : вопросы систематизации и эволюции [Электронный ресурс] / С. А. Самусенко // Экономические проблемы и решения. – 2016. – № 5. – С. 44 – 45. – Режим доступа : <http://old.lib.sfu-kras.ru/resources.php3?menu1=soceps&menu2=2016-5>

76. Серединська, В.М. Економічний аналіз [Текст]: навч. посібник / В.М. Серединська О.М.Загородна, Р.В.Федорович; за ред. проф. Р.В.Федоровича. – Тернопіль: Видавництво Астон, 2010. – 416 с.

77. Серединська, І. В. Особливості інтегрування систем вартісно-орієнтованого управління підприємствами [Текст] / І.В.Серединська, В.М.Серединська / за заг. ред. Н. Б. Кирич – Тернопіль: Вид-во ТЗОВ «Терно-Граф», 2015. – 330 с.

78. Серединська, І. В. Аналіз сучасних методів оцінки вартості підприємства / І. В. Серединська // Наукові студії. – Тернопіль : Видавництво ПВНЗ «Тернопільський комерційний інститут». – 2011. – Випуск 10. – С.33 – 42.

79. Серединська, І. В. Порівняльний аналіз методів оцінки вартості підприємства / І. В. Серединська // Вісник Львівської комерційної академії : зб. наук. праць ; редкол. Г. І. Башнянин (голов. ред.) та ін. – Л. : Вид-во Львівської комерційної академії. – 2011. – Вип. 36. – С. 348 – 351. – (Серія економічна).

80. Сивец, С.А. Как оценить имущество [Текст]: пособие для заказчиков и пользователей оценки / С. А. Сивец, Л. А. Баширова. – Запорожье : Полиграф, 2003. – 252 с.

81. Соляник, Л. Г. Еволюція концепцій управління вартістю компаній та їх трансформація в умовах розвитку ринкових відносин в Україні [Електронний ресурс] / Л. Г. Соляник, Г. Д. Голобородько. – Режим доступу : http://www.rusnauka.com/12_ENXXI_2010/Economics/64989.doc.htm– Назва з екрану.

82. Теоретичні та методичні засади оцінки вартості інтелектуальної власності [Текст] : монографія / [О. П. Орлюк та ін. ; наук. ред. О. Б. Бутнік-Сіверський] ; Нац. акад. прав. наук України, НДІ інтелект. власності. – Київ : Інтерсервіс, 2013. – 484 с.

83. Уолш, К. Ключевые показатели менеджмента : как сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании [Текст] / К. Уолш ; пер с англ. – Изд. 2-е. – М. : Дело, 2001. – 360 с.

84. Ус, Г.О. Методичні підходи до оцінки вартості підприємства [Електронний ресурс] / Г. О. Ус // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – Черкаси, 2013. – Випуск 1(7). – С. 6 – 71. – (Серія «Економіка і менеджмент»). – Режим доступу : http://www.suem.edu.ua/documents/visnyk_1-7_2010.pdf

85. Феррис, К. Оценка стоимости компании : как избежать ошибок при приобретении [Текст] / К. Феррис, Б. Пешеро. – М. : Вильямс, 2005. – 256 с.

86. Филиппов, Л. А. Оценка бизнеса [Текст]: учеб. пособ. / Л. А. Филиппов. – М. : КНОРУС, 2006. – 720 с.

87. Хитчнер, Дж. Новые сферы использования методов оценки стоимости бизнеса [Текст] / Дж. Хитчнер ; под научн. ред. В. М. Рутгайзера. – М. : Маросейка, 2009. – 362 с. – (Финансовое оценивание. Области применения и модели).

88. Цибульов, П. М. Основи інтелектуальної власності [Текст]: навч. посіб./ П. М. Цибульов. – К., 2005. – 74 с.

89. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: учебник / Н.Ф. Чеботарев.– М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2009.– 256 с.

90. Щербаков, В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст] / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. – М. : Омега-Л, 2006. – 288 с.

91. Эдванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : Создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Ф. Эдванс, Д. Бишоп; пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.

92. Эшуорт, Г. Менеджмент, основанный на ценности (Value – based management) : Как обеспечить ценность для акционеров [Текст] / Г. Эшуорт, П. Джеймс ; пер. с англ. – М. : ИНФРА–М, 2009. – 190 с.

93. Яшкіна, Н. В. Оцінка бізнесу [Текст]: навч. посіб. / Н. В. Яшкіна. – К. : Алерта, 2010. – 440 с.

94. Ripra S., Pushkar M., Sachenko S. Intellectualization of Accounting Systems // IEEE International Workshop, IDAACS. – 2007. – С. 6-9